ACCID
Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Fundació ROCA GALÈS CATALUNYA

NOTA TÈCNICA

Març 2018

LES INVERSIONS D'IMPACTE (IMPACT INVESTMENTS): ANÀLISI DE LES INVERSIONS QUE GENEREN VALOR ECONÒMIC, SOCIAL I MEDIAMBIENTAL[1]

[1] Document realitzat per Ramon Bastida, professor de la Universitat Internacional de Catalunya i de la Universitat Pompeu Fabra, coordinador de la Comissió de Comptabilitat de Cooperatives i ENLS de l'ACCID, i patró de la Fundació Roca Galès. L'autor agraeix els suggeriments rebuts d'en Xavier Cardona, gerent del Col.legi de Censors Jurats de Comptes de Catalunya i d'en Xavier Subirats, membre de la Comissió Gestora del Col·legi d'Economistes de Catalunya, president del Registre d'Experts Comptables de Catalunya (RECC) i membre de la Junta Directiva de l'ACCID.

ÍNDEX

Resum executiu..... 3

1. Introducció..... 7
1.1. Presentació..... 7
1.2. Motivacions i objectius..... 9
1.3. Continguts..... 9

2. Les inversions d'impacte..... 10
2.1. La creació de valor compartit..... 10
2.2. Concepte i característiques de les inversions d'impacte.... 13
2.3. L'ecosistema de les inversions d'impacte: Actors principals i productes financers que utilitzen..... 14
2.4. Situació actual del mercat de les inversions d'impacte..... 18

3. Avaluació del retorn, l'impacte i el risc de les inversions..... 22
3.1. Rendibilitat: Retorn econòmic i impacte social o mediambiental..... 22
3.2. Models de rendibilitat de les inversions d'impacte..... 23
3.3. Models de rendibilitat i corba de creixement empresarial. 26
3.4. Tipologia i anàlisi del risc de les inversions d'impacte..... 27

4. Mesurament i rendició de comptes de l'impacte..... 30
4.1. Definició de l'impacte: cadena de valor, actors i motivacions..... 30
4.2. Procés de mesurament de l'impacte a les empreses socials..... 33
4.3. Limitacions del mesurament de l'impacte..... 38

5. Principals reptes per augmentar les inversions d'impacte..... 39
5.1. Reptes de les empreses socials per atreure als inversors d'impacte..... 39
5.2. Reptes per als inversors d'impacte per augmentar les seves inversions..... 41

6. Conclusions..... 42

Bibliografia..... 45

RESUM EXECUTIU

En els darrers anys, s'han produït canvis importants en el sector social com a conseqüència de la crisi econòmica i financera mundial. Les empreses socials i les entitats no lucratives sempre han estat molt lligades al sector públic, com a principal via de finançament, i com a principal, i en alguns casos, únic client dels productes i serveis que ofereixen. Com a conseqüència, la majoria dels seus recursos financers provenien del sector públic, en forma de subvencions no reintegrables, o d'ingressos per la venta de les seves activitats i serveis. Després de la crisi econòmica i financera mundial, el sector públic disposa de menys diners per destinar a productes i serveis socials, i les empreses i entitats que desenvolupen la seva activitat en aquest sector han sofert retallades molt importants de finançament. A més, no sembla que aquesta situació pugui recuperar-se en un futur a curt o mig termini.

La crisi econòmica i financera ha provocat una creixent desconfiança en el sistema capitalista, en el que la majoria de les empreses tenen com a principal objectiu maximitzar els seus beneficis per crear valor pels seus accionistes. S'ha comprovat que s'està produint un canvi en la idea de fer negocis que tenen els representants de la generació "*millenial*". Aquests consideren que l'objectiu principal de les empreses no ha de ser únicament maximitzar beneficis, sinó també millorar la societat, mitjançant la realització d'activitats que tinguin un impacte social o mediambiental en el seu entorn. És el que es coneix com a creació de valor compartida.

En aquest context, sorgeixen les inversions d'impacte. Aquest tipus d'inversions tenen dues característiques específiques. Són inversions dirigides a empreses o entitats amb una clara missió social o mediambiental. Per tant, realitzen activitats destinades a produir productes o oferir serveis que cobreixen necessitats socials o mediambientals. I són inversions que tenen un doble resultat. Tenen un retorn econòmic sobre el capital invertit. I tenen un impacte social o mediambiental mesurable. D'aquesta manera, els inversors d'impacte obtenen l'objectiu d'invertir els seus capitals en empreses sostenibles que realitzen activitats amb impacte social, i alhora, obtenen un benefici econòmic pel capital invertit.

Les inversions d'impacte representen una innovació important en el model de finançament de les empreses i entitats que desenvolupen la seva activitat en el sector social, i que històricament s'havien finançat amb diners públics. Per aquestes empreses suposen una oportunitat de canviar el model de finançament per millorar la seva autonomia financera i assegurar la seva sostenibilitat en el temps. Les inversions d'impacte també són una nova font de finançament per a emprenedors socials que vulguin posar en marxa una *start-up* social.

L'anàlisi de les inversions d'impacte es centra, principalment, en tres factors: el comportament dels inversors envers la rendibilitat financera o retorn econòmic, el mesurament de l'impacte social i mediambiental, i l'anàlisi del risc.

En relació al retorn econòmic de les inversions d'impacte, aquest podrà ser en forma d'interessos, dividends o mixt, en funció del tipus d'instrument financer que s'utilitzi per realitzar les inversions d'impacte. Al segon capítol s'expliquen aquests instruments en detall. Estudis realitzats per la principal xarxa d'inversors d'impacte (GIIN) i bancs d'inversió com Merrill Lynch o JP Morgan, han demostrat que aquest pot ser similar al que ofereixen les inversions tradicionals amb un nivell de risc equivalent. Tot i això, no tots els inversors d'impacte busquen obtenir un retorn econòmic equivalent al del mercat tradicional, sinó que hi ha inversors que prefereixen sacrificar una part del retorn per obtenir un impacte social i mediambiental més elevat. En aquest sentit, els inversors d'impacte poden dividir-se en dos grups en funció del seu comportament envers al retorn econòmic:

a) Retorn igual que el mercat. Formen part d'aquest grup, les inversions d'impacte que obtenen un retorn econòmic igual o superior al de les inversions tradicionals. Els inversors que inverteixen en aquest tipus d'inversions acostumen a prioritzar la rendibilitat enlloc de l'impacte social o mediambiental, i inverteixen en empreses madures que estan en fase de consolidació.

b) Retorn inferior al mercat. Aquest tipus d'inversions obtenen un retorn econòmic inferior a la mitja dels retorns obtinguts pels inversors en els mercats tradicionals. Els inversors que inverteixen en aquest tipus d'inversions acostumen a prioritzar l'impacte social o mediambiental per sobre del retorn econòmic, i inverteixen en *start-ups* o empreses en fase d'expansió.

El mesurament i el rendiment de comptes de l'impacte social o mediambiental és el principal factor diferencial de les inversions d'impacte respecte a les inversions tradicionals. La majoria d'empreses i entitats del sector social tenen un objectiu social o mediambiental implícit en la seva missió. Tot i això, molt poques disposen d'un sistema que permeti identificar, mesurar i informar sobre els resultats d'impacte aconseguits. L'impacte es defineix com el canvi social, positiu o negatiu, que aconsegueix una empresa a través de les activitats que desenvolupa.

El punt de partida del mesurament de l'impacte és la identificació dels cinc elements que formen part de la cadena de valor de l'impacte: (a) Les entrades (*inputs)* consisteixen en els recursos de capital o humans que s'inverteixen en l'organització, (b) Les activitats són les accions concretes, tasques i treballs realitzats per l'organització, per tal de crear productes i serveis que li permetin assolir els objectius, (c) Les sortides (*outputs)* estan formats pels productes i serveis que són el resultat de les activitats realitzades per l'organització, (d) Els resultats (*outcomes)* són els canvis, beneficis, aprenentatges o altres efectes, a curt i llarg termini, que són el resultat de les activitats de l'organització, i (e) L'impacte consisteix en la contribució de les activitats de l'organització a ampliar i fer

sostenibles els canvis aconseguits. La mesura de l'impacte es basa en els resultats o *outcomes* aconseguits per l'empresa social ajustats.

El mesurament de l'impacte ha de permetre conèixer en quin grau l'empresa social està cobrint les necessitats socials, i en quin grau està aconseguint els resultats (canvis) en les persones a qui serveix. Aquest impacte pot produir-se directament o indirectament a les vides de les persones i comunitats beneficiaries, i a les vides dels treballadors i persones involucrades en la provisió dels serveis. Per aquest motiu, per mesurar correctament l'impacte d'una determinada empresa social és molt important la comunicació amb tots els seus grups d'interès.

Per poder realitzar una previsió i un seguiment dels resultats d'impacte, les empreses utilitzen diferents tipus indicadors. Actualment, existeixen diverses bases de dades d'indicadors que han estat prèviament utilitzats per empreses socials de diversos sectors. Aquestes bases de dades faciliten l'obtenció d'indicadors que permeten mesurar els resultats d'impacte obtinguts. Alguns exemples són la base de dades *IRIS* o *Global Value Exchange*.

L'anàlisi del risc en les inversions tradicionals inclou diversos factors interrelacionats entre sí, com són el risc financer, el risc d'empresa, i el risc de mercat, entre d'altres. En el cas de les inversions d'impacte, s'han de tenir en compte tots aquests factors, però també altres factors complementaris que influeixen en el risc d'aquests tipus d'inversions com són, especialment, el risc d'impacte, el risc del capital, el risc dels costos de transacció, i el risc de sortida. El risc d'impacte pren en consideració la possibilitat que no hi hagi evidències de l'impacte social i mediambiental aconseguit per la inversió realitzada, o que una determinada inversió obtingui un impacte positiu en un grup de beneficiaris però, al mateix temps, generi un impacte negatiu en un altre grup. Un altre tipus de risc rellevant en determinades inversions d'impacte, és el risc de capital, que analitza les probabilitats que els inversors no recuperin el capital invertit.

En contra del que pensen alguns inversors tradicionals, les inversions d'impacte no tenen un risc superior *per se* que les inversions tradicionals, però sí que tenen una tipologia de riscs diferents, que és important conèixer molt bé abans d'invertir en aquest tipus d'inversions.

El mercat de les inversions d'impacte es troba en una fase inicial, si el comparem amb els mercats d'inversions tradicionals. Tot i això, existeixen experiències com el FTSE4Good Index que està format per diversos índexs borsaris d'inversions ètiques, que va ser creat al 2001 pel FTSE Group (FTSE, 2018). Aquests índexs utilitzen criteris de responsabilitat social per seleccionar les accions cotitzades. Els motius que han contribuït a la creació d'aquest mercat estan en plena vigència i s'espera que es produeixi un increment important de les inversions d'impacte en els propers anys. Tot i això, aquest increment no serà igual en tots els països, sinó que dependrà de diversos factors relacionats amb el comportament dels diversos actors que intervenen en l'ecosistema de les inversions d'impacte. En aquest sentit, es plantegen diversos reptes importants:

- A nivell d'inversors
  - Crear vehicles híbrids d'inversió.
  - Crear un sistema de mesurament i rendició de comptes dels resultats obtinguts.
- A nivell d'empreses socials:
  - Fer un canvi de mentalitat en quan a finançament.
  - Mesurar i rendir comptes sobre l'impacte social i mediambiental.
  - Enfortir la diferenciació competitiva i la gestió financera.
  - Utilitzar les eines de gestió i rendició de comptes de l'impacte disponibles i certificar els resultats obtinguts.

Aquest document pretén donar a conèixer el mercat de les inversions d'impacte als inversors tradicionals que estan valorant incloure nous criteris socials o mediambientals en la selecció de les seves inversions. També té com a objectiu donar a conèixer el mercat de les inversions d'impacte a les *start-ups* i empreses socials, i també a les entitats no lucratives, principalment fundacions, per tal que puguin valorar l'ús d'aquest tipus d'inversions per finançar les seves inversions i activitats.

1. INTRODUCCIÓ

1.1. PRESENTACIÓ

Com a conseqüència de la darrera crisi econòmica global, es comencen a escoltar veus que posen en dubte el model capitalista, i per extensió, la manera de generar valor de les empreses. Porter i Kramer (2011) posen sobre la taula un nou paradigma de la creació de valor de les empreses, al que anomenen valor compartit (*shared value).* Aquests acadèmics consideren que les empreses no només han de maximitzar la creació de valor pels seus accionistes (anterior paradigma), sinó que s'ha de compartir amb la creació de valor mediambiental i social en la comunitat en la que estan situades.

Aquest corrent engegat per Porter i Kramer ha anat prenent força fins al punt que moltes empreses tradicionals han incorporat variables mediambientals i socials en els seus sistemes de gestió i rendició de comptes. Això és gràcies a la conscienciació dels directius, però també a la pressió que exerceixen els Estats mitjançant acords com l'Agenda 2030 de les Nacions Unides per al Desenvolupament Sostenible (https://www.globalgoals.org/), aprovada el 25 de setembre del 2015, que inclou 17 objectius de desenvolupament sostenible que aborden temàtiques que van des de la pobresa, la fam, la pau, la salut, l'educació, les desigualtats, la inclusió, la prosperitat econòmica, la protecció del planeta, la lluita contra el canvi climàtic, les ciutats i els territoris, l'energia, el consum i la producció sostenibles i la governança. Una altra via per exercir pressió és l'aprovació de lleis que obliguen a les empreses a publicar els seus resultats no financers. És el cas del Reial decret Llei 18/2017 en matèria de divulgació d'informació no financera que ha aprovat el govern espanyol recentment.

Una altra conseqüència del canvi de paradigma ha estat l'aparició d'un nou tipus d'empreses anomenades empreses socials. El Premi Nobel de la Pau Mohammad Yunus és un dels pioners i impulsors d'aquest tipus d'empreses, que es diferencien de les empreses tradicionals en que la seva missió principal té una naturalesa social. És a dir, són empreses que neixen amb l'objectiu d'oferir productes o cobrir serveis que la societat requereix i que no són coberts per les empreses mercantils ni l'Estat. A aquest tipus d'empreses se les anomena híbrides, perquè tot i tenir una missió social, també han de ser econòmicament sostenibles, i en alguns casos han d'obtenir beneficis per poder distribuir dividends entre els seus propietaris.

Actualment, un gran nombre d'emprenedors convençuts que el model empresarial ha d'anar cap al valor compartit, opten per la creació de *start-ups* socials per desenvolupar la seva activitat empresarial. En aquest sentit, en ciutats com Barcelona, s'està començant a crear tot un ecosistema de creació i desenvolupament d'empreses socials. Com hem comentat anteriorment, aquestes empreses no s'han hagut d'adaptar al nou paradigma empresarial, sinó que han nascut com a conseqüència del mateix, i tenen l'objectiu de compartir la creació de valor entre els seus accionistes i la societat en el seu ADN.

El canvi de paradigma també ha arribat al sector financer. Principalment, moguts per les demandes dels seus clients, tant la banca comercial com la d'inversió, han hagut d'anar modificant els destins de les seves inversions. A l'inici d'aquest nou corrent, varen excloure alguns tipus d'empreses de les seves carteres d'inversió, com per exemple, les que fabriquen armes o les que utilitzen menors com a mà d'obra de fabricació en països del tercer món. En el darrers anys, empesos per la pressió dels clients, el sector financer, amb grans bancs d'inversió com JP Morgan o Goldman Sachs al capdavant, han començat a invertir grans sumes de diners en el que anomenen inversions d'impacte. No només els bancs realitzen aquest tipus d'inversions, importants fundacions com la Rockefeller Foundation o Bill and Melinda Gates han estat pioners en la inversió de grans sumes de diners en inversions d'impacte. Es tracta d'inversions en *start-ups* i empreses socials i entitats no lucratives amb una clara missió social. A diferència d'altres tipus de finançament tradicionals del sector social, els inversors que utilitzen la inversió d'impacte demanen una rendibilitat per les seves inversions, tot i que alguns casos, estan disposats a sacrificar una part de la rendibilitat econòmica a canvi d'obtenir un impacte social. En aquest sentit, una condició bàsica per obtenir inversions d'impacte és disposar d'un sistema de mesura i rendició de comptes de l'impacte social que genera l'empresa. Aquest és el gran repte de les empreses potencials receptores d'aquest tipus d'inversió, que està en ple creixement i està previst que creixi encara més en el futur. Segons The Economist (2017), en els propers anys, una part important de les fortunes mundials estaran en mans de *millenials*, que han viscut l'última crisi econòmica global en primera persona, i estan conscienciats de la importància de preservar el medi ambient, reduir les desigualtats, etc. En aquest sentit, un estudi realitzat per la consultora Deloitte (2013), en la que es varen entrevistar 5.000 *millenials* (nascuts després de 1982) de 16 països diferents, va concloure que la seva motivació principal per entrar al món dels negocis era millorar la societat.

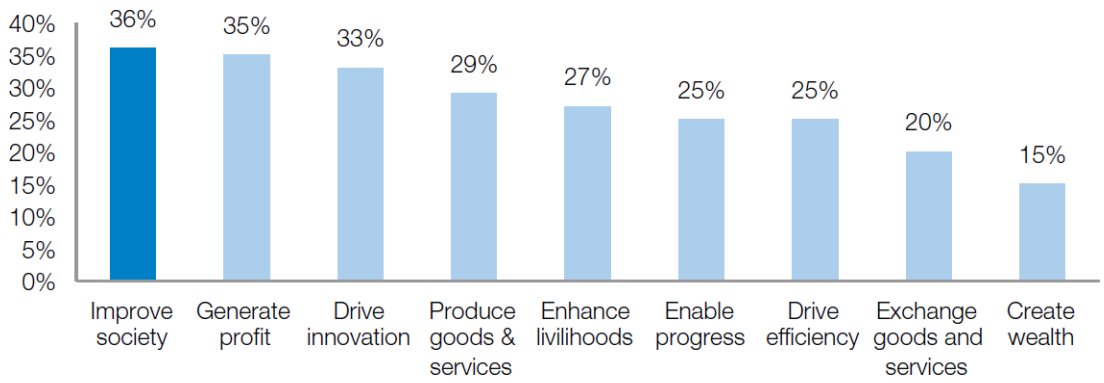

Figura 1. Motivacions principals per entrar al món dels negocis de la generació *millenial* (% persones enquestades).

Font: Deloitte.

1.2. MOTIVACIONS I OBJECTIUS

L'evolució de les inversions d'impacte en països com els Estats Units o el Regne Unit, on es va iniciar aquest mercat, i la majoria dels països de la UE, ha estat molt positiva en els darrers anys. Des de la crisi financera mundial, aquests països han tingut un increment molt important de les inversions d'impacte. En canvi, aquest mercat no ha tingut un creixement tan important en altres països com, per exemple, Espanya. Els motius d'aquest creixement diferent poden ser diversos. En primer lloc, les empreses socials encara estan molt acostumades a rebre finançament públic, normalment en forma de subvencions no reintegrables. Per tant, no han de retornar el capital rebut ni cap tipus de retorn econòmic. En segon lloc, les empreses socials tenen com a principals clients les administracions públiques, i no acostumen a competir en el mercat amb les empreses tradicionals. Per tant, no necessiten tenir un model de negoci sostenible, ni treballar en la diferenciació competitiva dels seus productes i serveis. I en tercer lloc, no existeix una cultura de rendició de comptes més enllà de presentar les corresponents factures per justificar les despeses realitzades. Per tant, el mesurament i la rendició de comptes de l'impacte realitzat suposa un canvi de paradigma.

El document pretén donar a conèixer el mercat de les inversions d'impacte als inversors tradicionals que estan valorant incloure nous criteris socials o mediambientals en la selecció de les seves inversions. Les inversions d'impacte ofereixen l'oportunitat d'invertir en empreses i entitats que rendeixen comptes sobre el seu impacte, a més, de tenir un model de negoci sostenible, que els permet retornar els capitals invertits i oferir un retorn econòmic semblant al del mercat tradicional. Està comprovat que els inversors tradicionals només inverteixen en *start-ups* i empreses socials després que aquestes hagin estat testejades per inversors d'impacte. En aquest sentit, és important donar a conèixer aquest mercat per incentivar l'entrada dels inversors tradicionals.

Aquest document també té com a objectiu donar a conèixer el mercat de les inversions d'impacte a les *start-ups* i empreses socials, i també a les entitats no lucratives, principalment fundacions, per tal que puguin valorar l'ús d'aquest tipus d'inversions per finançar les seves inversions i activitats. També té com a objectiu informar sobre els reptes que tenen aquest tipus d'empreses i entitats per atreure als inversors d'impacte, i per adaptar-se a les noves condicions del Tercer Sector social a Catalunya i Espanya, on el finançament públic va clarament a la baixa, i en canvi, el finançament privat a l'alça.

1.3. CONTINGUTS

El document està dividit en sis capítols. Després de la introducció, en el segon capítol s'explica què són les inversions d'impacte, quins són els principals actors de l'ecosistema, quina és la seva situació global i local en l'actualitat, a través de quins tipus de productes financers inverteix els inversors d'impacte, i quin tipus d'empreses i projectes reben fons dels inversors d'impacte. Posteriorment, el tercer capítol es centra en l'avaluació de les inversions d'impacte. Com en l'avaluació d'inversions tradicionals, els inversors d'impacte analitzen factors clau de la seva inversió com el retorn econòmic, l'impacte social i mediambiental, i el risc de les inversions. En aquest capítol, s'expliquen aquests factors. En el quart capítol s'introdueix el mesurament i la rendició de comptes de l'impacte. Aquest és un dels aspectes clau de les inversions d'impacte, i és el factor principal que les diferencia de les inversions tradicionals. En aquest capítol es defineix el concepte, les característiques i les tipologies d'impacte, i s'expliquen diverses metodologies per calcular-lo. En el capítol cinquè, s'apunten diversos reptes per a les empreses socials i els inversors per tal d'incrementar el mercat de les inversions d'impacte. Finalment, el darrer capítol inclou les conclusions del treball.

2. LES INVERSIONS D'IMPACTE

2.1. LA CREACIÓ DE VALOR COMPARTIT

En els darrers anys, hem vist com el model empresarial consistent únicament en augmentar els beneficis a curt termini per tal de maximitzar el valor de les accions de l'empresa, té deficiències importants. Alguns exemples són les bombolles immobiliàries que s'han produït en diversos països en els darrers anys, o la crisi del sistema financer global que va tenir conseqüències nefastes per l'economia mundial. Com a conseqüència d'aquests i d'altres fets, es comencen a escoltar veus que proclamen un canvi de paradigma empresarial en relació a la creació de valor, per tal de passar d'un sistema que prioritza la maximització de la creació de valor econòmic a un sistema que incentiva la creació de valor econòmic, social i mediambiental.

En aquest sentit, s'han obert vies per tal d'impulsar la creació de valor social i mediambiental a les empreses. Una d'aquestes vies ha estat la incorporació de la responsabilitat social corporativa, que ha servit per potenciar la participació de les

empreses en activitats i la realització d'accions amb un caire més social i mediambiental. En alguns països, s'ha incentivat a les empreses a participar en programes d'esponsorització d'entitats no lucratives, com per exemple fundacions i associacions, dedicades al desenvolupament d'activitats de tipus social i mediambiental, com l'atenció de persones en risc d'exclusió o la protecció d'espais naturals en risc.

Aquest tipus d'iniciatives empresarials no han servit per canviar el model de creació de valor de les empreses, que continua centrat en maximitzar beneficis a curt termini, sinó que s'ha basat en destinar una part d'aquests beneficis a activitats "responsables". És per aquest motiu, que darrerament, ha sorgit amb força un corrent encapçalat per l'economista Michael E. Porter i Marc R. Kramer, de la Harvard Business School, que proposa un nou paradigma basat en la creació de valor compartit (*Shared Value*). Segons aquests acadèmics:

"El concepte de valor compartit pot ser definit com a polítiques i pràctiques operatives que impulsin la competitivitat d'una empresa mentre simultàniament millorin les condicions econòmiques i socials en les comunitats en les que operen. La creació de valor compartida es centra en identificar i expandir les connexions entre el progrés social i econòmic."

Per tal de posar a la pràctica aquest nou paradigma de creació de valor compartit, plantegen tres vies possibles:

a) La primera via és el re-disseny de productes i mercats. Aquesta via es centra en la possibilitat d'identificar necessitats i mercats que sovint han estat desatesos per les empreses. L'atenció d'aquestes necessitats requerirà el re-disseny dels productes o l'aplicació de mètodes de distribució diferents, que portaran a innovacions fonamentals que posteriorment es podran aplicar en els mercats convencionals. Un exemple són els microcrèdits que inicialment es varen crear per atendre necessitats en països subdesenvolupats, però que actualment estan creixent ràpidament en països desenvolupats, com per exemple els EUA.
b) La segona via que proposen és la re-definició de la productivitat de la cadena de valor. La cadena de valor d'una empresa afecta, i es afectada, inevitablement per nombrosos factors socials i mediambientals, com l'ús de recursos naturals i aigua, sanitat i seguretat, condicions laborals, i tractament igualitari al lloc de treball, entre d'altres. Per tant, les oportunitats de crear valor compartit a través de la cadena de valor són elevades, donat que els problemes socials i mediambientals poden crear costos importants a la cadena de valor de les empreses. La re-definició de la productivitat de la cadena de valor pot consistir en traslladar activitats de producció més a prop o tenir menys centres de producció amb una dimensió més gran. També pot consistir en evitar la deslocalització de les activitats de producció en països amb salaris baixos, i potenciar la contractació laboral en comunitats properes a l'empresa. A Catalunya, un exemple d'aquests re-processos són les produccions de "cicle curt" en sector de la moda, que consisteixen en apropar la producció als mercats on es comercialitzen els productes.

c) La tercera via és l'impuls del desenvolupament dels clústers locals. L'èxit de qualsevol empresa està vinculat a les empreses amb les que col·labora i les infraestructures que la rodegen. La productivitat i la innovació estan fortament influïts pels clústers, o concentració d'empreses d'un mateix sector, proveïdors, empreses de serveis, etc. Una empresa pot crear valor compartit mitjançant la creació de clústers per millorar la productivitat de l'empresa, i a la vegada, resoldre necessitats o problemes en les condicions de la comunitat propera al clúster.

Fruit dels plantejaments que s'estan produint per tal de canviar el paradigma de la creació de valor empresarial, estan sorgint una sèrie d'empreses que han incorporat la creació de valor compartit en la seva estratègia empresarial a través d'alguna de les tres vies anteriors. És el cas de Nespresso, de la multinacional Nestlé, que inverteix en la creació de clústers en les regions on produeix el cafè, formats per empreses agrícoles, tecnològiques, financeres, logístiques i de distribució, per millorar la eficiència i augmentar la qualitat de la producció local. O l'empresa anglesa de distribució Marks & Spencer, que ha posat en marxa un ambiciós pla per reduir les seves emissions de carboni, deixant de comprar a proveïdors situats en països allunyats del seus mercats.

Igualment, també s'està generant un corrent d'emprenedors que estan creant empreses amb una missió principalment social. Es tracta d'empreses que es creen per tal de cobrir determinades necessitats socials i mediambientals. Aquestes empreses acostumen a tenir una naturalesa híbrida donat que la seva activitat principal consisteix en la producció de productes o prestació de serveis de caràcter social, com pot ser l'atenció a persones grans o discapacitades, o la venta de productes produïts per persones amb risc d'exclusió, o la comercialització de productes reciclats. Però a la vegada, competeixen en el mercat amb les empreses convencionals, i tenen l'obligació de ser sostenibles econòmicament.

Per tant, podríem dir que el canvi de paradigma de creació de valor compartit, està generant un efecte doble en l'àmbit empresarial. En primer lloc, empreses destacades en els seus sectors d'activitat estan modificant aspectes significatius de la seva estratègia per adaptar-se al nou paradigma. I en segon lloc, s'estan creant noves empreses amb una missió social que estan totalment alineades amb aquest nou paradigma.

Aquests canvis en l'entorn empresarial han vingut acompanyats de canvis importants en la naturalesa de les inversions de capitals. Després de la crisi del sistema financer, es va produir una crisi molt important en la confiança de les persones en l'activitat empresarial. Aquesta crisi s'ha traduït en un augment de la consciencia social i mediambiental de les persones, i com a conseqüència, en un canvi progressiu de les estratègies d'inversió del capitals. En un primer moment, per tal de donar resposta a aquesta consciència, els actors financers varen introduir criteris d'exclusió d'empreses que realitzaven activitats empresarials o tenien conductes reprovables (venta d'armes, seus en paradisos fiscals, etc.). Més endavant, s'han anat desenvolupant productes financers que inverteixen prioritàriament en empreses socialment responsables, és a dir, empreses que duen a terme mesures per reduir els danys al medi ambient, o per millorar les condicions laborals dels seus treballadors, entre d'altres. En els darrers anys, aquest moviment d'inversors

responsables ha anat clarament a l'alça en nombre, però també en l'exigència que els seus diners s'inverteixin en empreses que desenvolupin activitats amb un impacte social o mediambiental mesurable. En aquest sentit, importants institucions filantròpiques, com la Fundació Rockefeller o Bill and Melinda Gates, i bancs d'inversió, com JP Morgan o Morgan Stanley, han posat en marxa un tipus d'inversió anomenada inversió d'impacte (*Impact Investment*), que té com a objectiu finançar empreses amb impacte social o mediambiental mesurable. En el proper apartat explicarem en detall en què consisteix aquest tipus d'inversió.

2.2. CONCEPTE I CARACTERÍSTIQUES ESPECÍFIQUES DE LES INVERSIONS D'IMPACTE

Existeixen diverses definicions per a les inversions d'impacte. L'informe "*Impact Investing in Europe. Extract from European SRI Study 2014*" (Eurosif, 2014), inclou una taula resum de les definicions i les característiques principals de les inversions d'impacte, elaborades per les institucions i organismes internacionals més rellevants relacionats amb aquest tipus d'inversions. L'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) defineix les inversions d'impacte com "*les aportacions de finançament a les organitzacions amb una expectativa explícita d'un retorn, a la vegada, social i financer*". Com indica aquesta definició, una de les característiques clau de les inversions d'impacte és la cerca conjunta de l'impacte social de les inversions i d'una rendibilitat financera. Aquesta condició implica que la rendibilitat financera de les empreses finançades no podrà dissociar-se dels objectius d'impacte.

El Fòrum Econòmic Mundial (FMI) defineix les inversions d'impacte com "*un tipus d'inversió que intencionadament busca crear una rendibilitat financera i un impacte social o mediambiental positiu*". I afegeix que "*busca intencionadament aconseguir aquest doble objectiu social/mediambiental i financer. Tenint en compte, que la rendibilitat financera podrà estar a nivell de mercat, per sobre del mercat, o per sota del mercat*". En el capítol 3, entrarem a fons en les característiques de la rendibilitat de les inversions d'impacte.

Dins del mercat de les inversions d'impacte, el *Global Impact Investing Network* (GIIN), és la xarxa més important a nivell internacional que agrupa els actors més rellevants de l'ecosistema de les inversions d'impacte. El GIIN defineix les inversions d'impacte com "*inversions realitzades a empreses, organitzacions, i fons amb la intenció de generar impacte social i mediambiental, a més de rendibilitat financera. Aquestes inversions poden realitzar-se tant en mercats emergents com desenvolupats, i cercar rendibilitats inferiors al mercat o de mercat, depenent de les circumstàncies*".

En les definicions anteriors podem observar que hi ha diverses característiques que es repeteixen en totes les definicions, i que les caracteritzen enfront d'altres tipus d'inversions:

a) Cerca conjunta de l'impacte social o mediambiental i la rendibilitat financera. La cerca d'un impacte social o mediambiental va lligada a la cerca d'una rendibilitat financera. La definició d'inversions d'impacte inclou el concepte de retorn o rendibilitat, tan des d'un punt de vista social o mediambiental, com financer. Si no fos així, es tractaria d'una forma més d'esponsorització o filantropia.
b) Impacte social o mediambiental intencionat. La generació d'impacte social o mediambiental ha de ser intencionada pels inversors que financen les empreses. Per tant, aquest impacte ha de ser el resultat d'una estratègia i unes activitats planificades, i no d'una casualitat o d'una coincidència.
c) Impacte social o mediambiental mesurable. L'impacte social i mediambiental ha de ser mesurable. Aquesta és una de les característiques principals, i alhora, més controvertides de les inversions d'impacte. És molt important que les empreses receptores d'inversions defineixin objectius i formulin previsions d'impacte que puguin ser mesurables al llarg del desenvolupament de la seva activitat. En el darrers anys, la indústria de les inversions d'impacte ha desenvolupat diversos sistemes d'indicadors que permeten mesurar l'impacte social o mediambiental de les inversions, encara que queda marge per millorar-los.
d) Rang d'expectatives de rendibilitat financera. Com ja hem comentat, les inversions d'impacte han de generar una rendibilitat financera. Aquesta rendibilitat podrà estar ajustada al risc del mercat com en les inversions convencionals, o en alguns casos, es podrà situar per sota del mercat, si l'inversor està disposat a sacrificar part de la rendibilitat financera a canvi d'obtenir un impacte social o mediambiental.

2.3. L'ECOSISTEMA DE LES INVERSIONS D'IMPACTE: ACTORS PRINCIPALS I PRODUCTES FINANCERS QUE UTILITZEN

El mercat de les inversions d'impacte, com qualsevol altre mercat, és una combinació de demanda (de capital per finançar organitzacions generadors d'impacte), oferta (de capital d'impacte) i intermediaris (que ajuden a connectar l'oferta i la demanda).

A la figura 2 es presenta un esquema dels actors del mercat de la inversió d'impacte inclòs en l'informe Spansif (2015):

Figura 2. Actors de la indústria de les inversions d'impacte.

Font: Spainsif.

Entre els actors que operen en el mercat de les inversions d'impacte trobem tant actors del mercat financer tradicional, com altres especialitzats que s'han desenvolupat progressivament a partir del naixement d'aquest mercat.

- Inversors d'impacte (*Sources of impact Capital)*. Són els actors encarregats d'aportar el capital necessari per finançar les entitats i empreses generadores d'impacte.
- Intermediaris (*Channels of impact capital*). Serveixen per connectar els inversors amb les organitzacions generadores d'impacte, en aquells casos en els que els inversors no inverteixen directament en aquestes organitzacions. Aquest tipus d'actors inclouen entitats de la banca ètica i tradicional, gestores de fons d'inversió, plataformes de finançament, entre d'altres.
- Generadors d'impacte (*Impact-driven organizations)*. Són diferents tipus d'organitzacions que tenen una missió social, defineixen objectius i mesuren la seva realització. Els generadors d'impacte són les organitzacions receptores de les inversions d'impacte. Poden ser tant organitzacions del sector social (fundacions, cooperatives socials, etc.) com empreses tradicionals amb impacte. No existeix un consens a l'hora d'identificar quin tipus d'organitzacions són susceptibles de ser receptores de es inversions d'impacte. Mentre que per la European Venture Philanthropy Association (Hehenberger, 2012) les organitzacions potencialment sostenibles, que obtenen més del 75% dels seus ingressos procedents de l'activitat comercial, podrien ser potencials receptores de les inversions d'impacte, per la Fundació FCT (Ruiz de Munain & Martín, 2012), aquestes organitzacions quedarien fora de les inversions d'impacte. A la figura 3, s'inclouen les diferents organitzacions classificades segons el seu propòsit i accés a les inversions d'impacte.

Figura 3. Classificació de les organitzacions segons el seu propòsit i accés a les inversions d'impacte.

Font: Spainsif.

- Compradors d'impacte (*Impact-seeking purchasers*). Aquest tipus d'entitats i persones aporten els ingressos necessaris per a les empreses que generen impacte. Els compradors d'impacte poden incloure administracions públiques, consumidors, empreses o fundacions.

Els instruments financers que utilitzen els actors de l'ecosistema de les inversions d'impacte es divideixen en: instruments de captació i de finançament. A la figura 4, es resumeixen els instruments de captació i finançament que s'utilitzen en la indústria de les inversions d'impacte:

Figura 4. Instruments d'inversions d'impacte.

Font: Spainsif.

Les inversions d'impacte es materialitzen a través d'un conjunt heterogeni d'instruments que serveixen per captar fons en els mercats financers destinats a finançar inversions que permetin obtenir, a la vegada, una rendibilitat financera i social o mediambiental. Entre els instruments de captació de fons destaquen la constitució de fons d'inversió de capital risc, l'emissió de bons, i les plataformes de cofinançament o crowdfunding.

Els instruments de finançament que utilitzen els inversors d'impacte per finançar les entitats i empreses socials no presenten diferències importants respecte als instruments de finançament convencionals. Aquests poden classificar-se en instruments de capital, instruments de deute, i instruments híbrids o *mezzanine*. Els instruments de capital consisteixen en el finançament d'una empresa a canvi d'un percentatge en la propietat d'aquesta que dona dret a vot i a l'obtenció d'una part dels beneficis que la empresa aconsegueixi en el futur. Els instruments de deute consisteixen en el finançament d'una empresa a canvi del pagament d'interessos i al retorn del capital invertit al venciment del préstec. Aquesta modalitat de finançament és avantatjosa per empreses que prefereixen mantenir el control de l'empresa i poder tenir més flexibilitat en la presa de decisions. El *mezzanine*, o també conegut com a préstec participatiu, consisteix en una combinació de deute i participació de capital. És una modalitat de finançament en el que l'empresa pot negociar amb l'inversor el reemborsament de deute o la seva conversió en participacions en el capital de l'empresa, al venciment del contracte de deute. A més, el pagament dels interessos es realitza només si l'empresa obté beneficis. En l'àmbit internacional, han sorgit nous models de finançament innovadors com el capital híbrid, que agrupa al sector privat amb el sector públic i el sector filantròpic.

Els instruments de captació de fons més destacats són:

a) El fons de capital risc social (*social venture capital)*. Aquest tipus d'inversió pretén obtenir una rendibilitat financera per a l'inversor, a més d'impulsar solucions de mercat a qüestions socials i mediambientals. El capital risc social és una inversió a llarg termini amb un palanquejament elevat i escassa liquiditat orientat fonamentalment a grans inversors degut a l'import de les aportacions. El capital risc es constitueix per un període d'anys, al llarg dels quals el fons pot invertir i desinvertir en diferents entitats i empreses. Aquest tipus d'instruments serveixen per finançar inversions importants, però no resolen el problema de la generació d'ingressos, que és un dels grans reptes de les entitats i empreses finançades amb les inversions d'impacte. Tot i que, alguns fons de capital risc contemplen la possibilitat d'oferir assistència tècnica a les entitats i empreses on inverteixen, especialment si aquestes es troben en una fase inicial. Els instruments de finançament que proporciona el capital risc són molt variats, encara que predomina el capital i el *mezzanine*.
b) Bons d'impacte social. Permeten als inversors finançar intervencions que persegueixen millorar la situació de determinades qüestions socials d'especial interès per a l'Administració Pública. Els bons d'impacte social es basen en un contracte entre un inversors, una administració pública, i una entitat o empresa

social. El inversor obté un retorn financer si com a resultat de la intervenció s'obtenen els resultats previstos (pagament per resultats). Aquest tipus de bons són un exemple de col·laboració público-privada. Es varen crear l'any 2010 al Regne Unit, però actualment es poden trobar en altres països com EUA, Alemanya, Bèlgica o Holanda.

c) Bons verds i bons socials. Tenen les mateixes característiques financeres dels bons convencionals, però estan dissenyats per finançar projectes i iniciatives que pretenen aconseguir beneficis mediambientals i socials, respectivament. Els bons verds s'estan consolidant en els mercats financers internacionals com una de les millors alternatives a l'hora d'invertir en productes financers relacionats amb el canvi climàtic. Darrerament, l'Ajuntament de Barcelona ha realitzat la primera emissió de bons verds i bons socials amb un capital total de 35 M d'euros.

d) Plataformes de finançament participatiu (*crowdfunding*). És una modalitat de finançament a través de la qual es reuneixen aportacions de fons procedents d'una conjunt d'inversors, professionals i minoristes, a través de plataformes online, amb l'objectiu de finançar un projecte. Hi ha diversos tipus de finançament participatiu, però perquè puguin ser considerats inversions d'impacte, els inversors han de buscar una retorn financer i els projectes han de buscar un impacte positiu i mesurable en l'àmbit social o mediambiental. La figura 5 presenta un esquema dels tipus de crowdfunding més rellevants. En el finançament participatiu de propietat (*crowdinvesting*), els inversors reben accions o participacions de les empreses a canvi dels fons invertits. En canvi, en el finançament participatiu de préstec (*crowdlending*), els inversors reben un ingrés periòdic fix i recuperen la inversió al venciment del préstec. Recentment, s'ha creat un nou tipus de finançament participatiu anomenat "*crowdimpacting"* dirigit a empreses amb un bon model de negoci, potencial de creixement i que produeixin un impacte positiu a la societat i al medi ambient. A nivell espanyol, algunes de les plataformes de finançament participatiu de projectes que busquen un impacte social o mediambiental són Goteo (https://ca.goteo.org/) i Ecrowd (https://www.ecrowdinvest.com/).

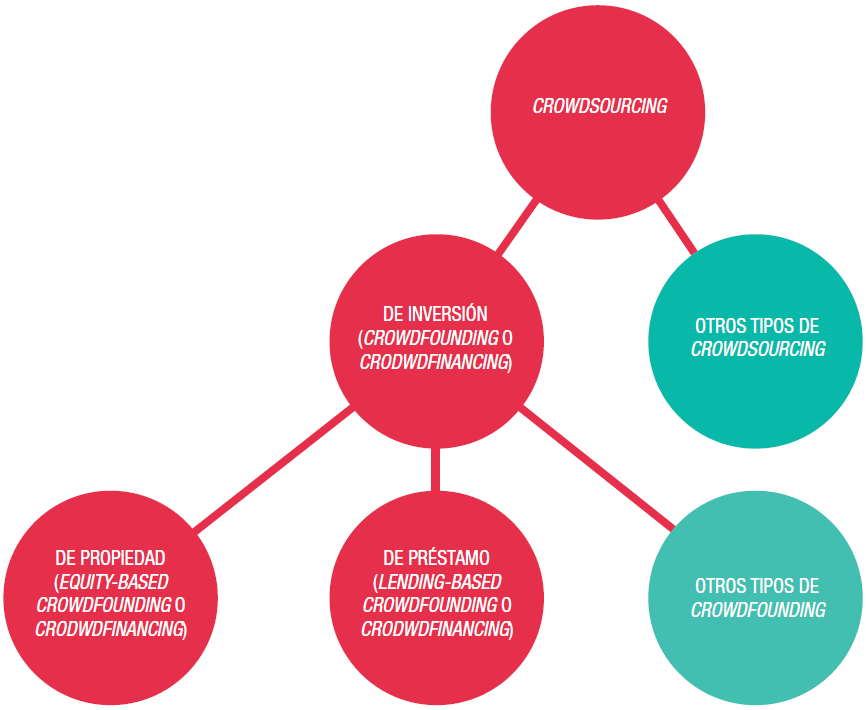

Figura 5. Tipus de crowdfunding.

Font: Spainsif.

2.4. SITUACIÓ ACTUAL DEL MERCAT DE LES INVERSIONS D'IMPACTE

L'any 2009, el *Monitor Institute* de Deloitte va estimar el tamany del mercat de les inversions d'impacte en 500.000 milions de dòlars per a la pròxima dècada (2009-2019). L'estimació de JP Morgan era inclús superior, assenyalant una oportunitat d'inversió que se situava entre els 400.000 milions i un bilió de dòlars, en cinc sectors principals: habitatge assequible, accés a l'aigua potable en zones rurals, salut materna, educació primària i microfinances.

Segons l'informe *Annual Impact Investor Survey 2017* elaborat per la *Global Impact Investor Network* (GIIN, 2017), l'any 2016 es varen invertir un total de 114 bilions de dòlars en inversions d'impacte. Aquesta xifra representa un creixement de les inversions d'impacte molt superior al que inicialment s'havia previst per al període 2009-2019. Un dels motius d'aquest increment ha estat l'entrada de grans inversors com JP Morgan o Goldman Sachs que han traspassat importants sumes de diners al mercat de les inversions d'impacte.

A més d'aquests grans bancs d'inversió nord-americans, entre els inversors d'impacte hi ha fons d'inversió, fundacions, entitats financeres, family offices, i fons de pensions, entre d'altres. La majoria d'aquests inversors es troben als EUA i Canadà (46 %) i Europa (32%).

Segons el mateix estudi, la majoria dels fons s'inverteixen en sectors dedicats a cobrir les necessitats bàsiques de les persones, com l'habitatge, l'energia, els serveis financers, el menjar i l'agricultura, i la sanitat. Tot i que sectors com el menjar i l'agricultura i la sanitat no són tan importants en volum d'inversions, sí que ho són en el nombre d'inversors que inverteixen fons en aquests sectors. A la taula figura 6 s'observa el percentatge de fons invertits en cadascun d'aquests sectors:

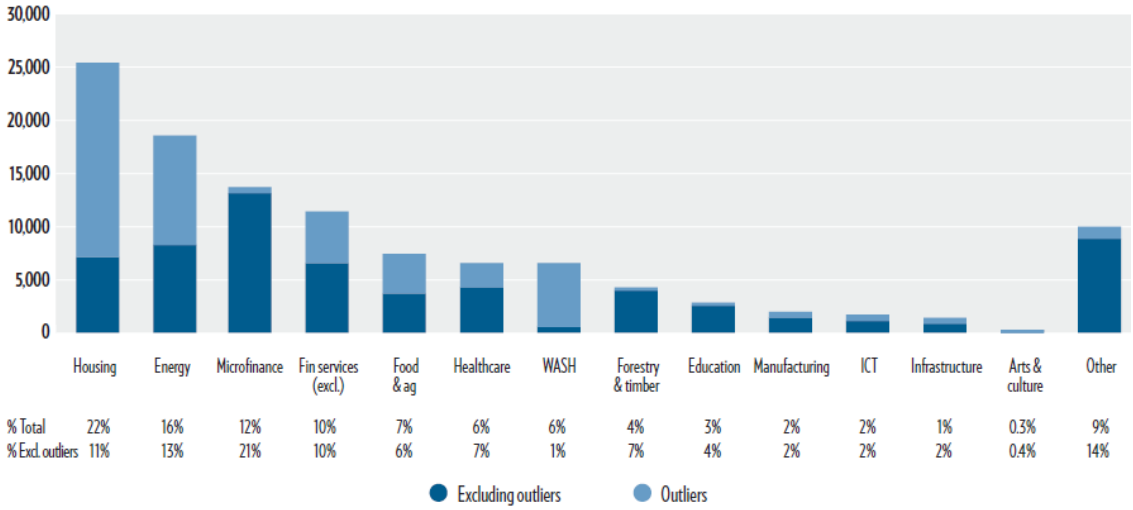

Figura 6. Inversions d'impacte per sectors d'activitat.

Font: GIIN.

Les perspectives de creixement del mercat de les inversions d'impacte continuen sent molt optimistes. Els inversors enquestats pel GIIN preveuen incrementar les seves inversions un 17% durant l'any 2017. Segons The Economist, en els propers anys, grans sumes de diners seran heretades per joves *millenials*, molt més conscienciats de la importància de contribuir a la sostenibilitat mediambiental i social que els seus progenitors. Això farà que s'incrementin encara més els fons invertits en aquest tipus d'inversions.

L'estudi anual *European SRI Study 2016*, Eurosif (2016), indica que la inversió basada en criteris d'exclusió (armes, tabac, energia nuclear, etc.) és el tipus d'inversió socialment responsable més important a Europa amb una inversió total de 10 trilions d'Euros, amb un increment del 48% respecte a l'any 2014. Tot i això, les inversions d'impacte són el tipus d'inversió que ha tingut un increment més ràpid, passant de 20 bilions d'Euros al 2013 a 98 bilions al 2015 (385 %).

A la figura 7 s'observa el creixement de les inversions d'impacte a Europa durant el període 2011-2015:

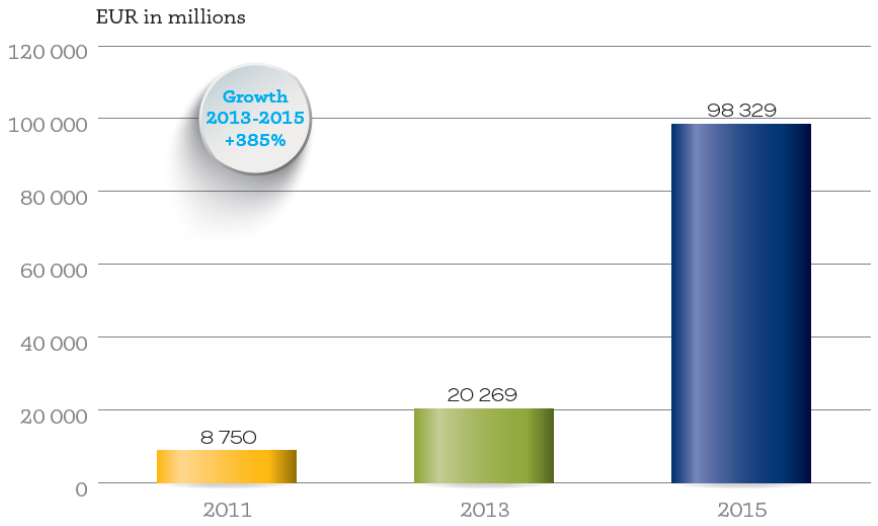

Figura 7. Creixement de les inversions d'impacte a Europa.

Font: Eurosif

A nivell de països, Holanda continua sent el mercat més important amb una inversió total de 40 bilions d'Euros, seguit d'a prop de Dinamarca amb 31 bilions d'Euros. Altres països amb un volum d'inversions d'impacte importants són Suïssa amb 10 milions d'Euros, Alemanya i el Regne Unit amb 5 milions d'Euros, respectivament.

A la figura 8 s'observa el creixement de les inversions d'impacte per països durant el període 2013-2015:

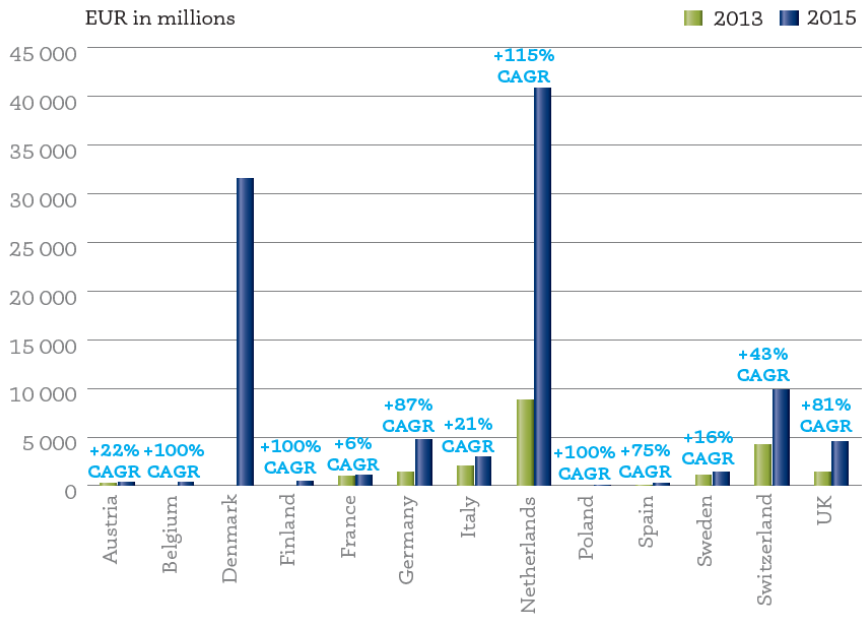

Figura 8. Creixement de les inversions d'impacte per països. **Font:** Eurosif.

El mercat de les inversions d'impacte a España va començar a desenvolupar-se després de la crisi immobiliària i financera. Com es pot observar en la figura anterior, el volum de les inversions d'impacte a España encara és molt inferior a la dels països europeus capdavanters. L'any 2015, les inversions d'impacte varen arribar als 267 milions d'Euros, mentre que a l'any 2013 varen ser de 87 milions d'Euros. La taxa anual de creixement compost (CAGR, en anglès) va ser del 75%. Aquesta taxa s'utilitza per calcular el creixement anual mig d'una inversió durant un determinat període. En aquest cas de 2013 a 2015. També permet comparar les taxes de creixement de diverses inversions.

L'informe Spainsif (2015) sobre la situació de la inversió d'impacte a España indica que el mercat de les inversions d'impacte es troba en una fase de creació, en els darrers anys, està augmentant el nombre d'actors que desenvolupen la seva activitat en aquest mercat. Actualment, les inversions d'impacte a España es dirigeixen prioritàriament a empreses i entitats dedicades a activitats mediambientals, de salut i serveis socials, finances i ocupació. També s'inverteix en habitatge, energia, agricultura i educació, però en un volum inferior.

Alguns dels motius que poden explicar la situació del mercat de les inversions d'impacte a España són la tradició de les entitats i empreses socials de finançar les seves activitats mitjançant fons públics, principalment subvencions. Tampoc no existeix la cultura de mesurar i seguir l'impacte social o mediambiental de les activitats que realitzen aquest tipus d'entitats, i que en el cas de la inversió d'impacte, és un factor determinant per poder rebre fons. Un altre motiu és la manca d'inversions que tinguin un tamany i unes característiques adequades que permetin l'entrada d'inversors d'impacte. Finalment, encara no s'ha donat a conèixer aquest mercat al sector social d'una manera adequada perquè les empreses i entitats puguin considerar les inversions d'impacte com una possible via de finançament.

3. AVALUACIÓ DEL RETORN, L'IMPACTE I EL RISC DE LES INVERSIONS

3.1. RENDIBILITAT: RETORN ECONÒMIC I IMPACTE SOCIAL O MEDIAMBIENTAL

L'avaluació d'inversions consisteix en analitzar els diversos factors que poden influir en el seu resultat. Com es pot observar en la figura 9, en el cas de les inversions d'impacte, els factors que s'analitzen són el retorn o la rendibilitat financera, l'impacte social o mediambiental, i el risc de la inversió. Tant el retorn com el risc són factors que també s'analitzen en les inversions tradicionals, tot i que, en el cas de les inversions d'impacte s'introdueixen alguns matisos en l'anàlisi d'aquests factors. L'impacte social o mediambiental és un factor nou que caracteritza aquests tipus d'inversions, i que pot fer variar les expectatives de retorn dels inversors.

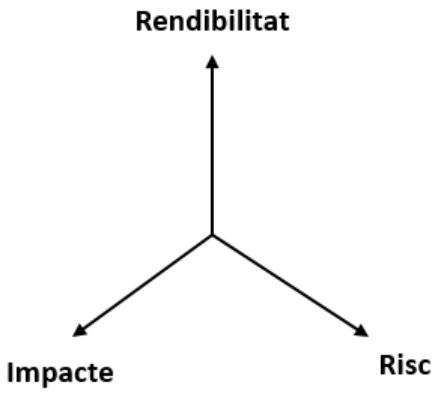

Figura 9. Avaluació de les inversions d'impacte.

Font: pròpia.

En les inversions tradicionals la rendibilitat es mesura segons el retorn econòmic dels capitals invertits. La premissa bàsica en aquest tipus d'inversions és que els inversors busquen maximitzar el retorn econòmic de les inversions realitzades. En les inversions d'impacte la rendibilitat està formada pel retorn econòmic i l'impacte social o mediambiental. En aquest tipus d'inversions, els inversors tenen la possibilitat de maximitzar el retorn econòmic o l'impacte en funció de quines siguin les seves prioritats. En aquest sentit, entre els inversors, existeixen dues corrents de pensament principals. La primera corrent està formada pels inversors que consideren que existeix un *trade-off* entre el retorn econòmic i l'impacte social o mediambiental. Aquests inversors creuen que un augment de l'impacte social comporta una disminució del retorn econòmic. Aquesta suposada competència entre retorn i impacte, ha estat una de les barreres d'entrada més importants dels inversors tradicionals al mercat de les inversions d'impacte. L'estudi realitzat pels professors de l'IESE (Grabenwarter i Liechtenstein, 2011) descarta que existeixi aquest tipus de *trade-off*.

La segona corrent està formada per inversors que consideren que existeix una forta correlació positiva entre l'impacte social o mediambiental i el retorn econòmic. Per aquests, la millor manera de maximitzar l'impacte social o mediambiental es crear una empresa rentable que pugui experimentar un ràpid creixement i generi suficients fluxos de caixa per tenir accés al mercat de capitals (Bannick, Goldman, Kubzansky i Saltuk, 2017).

Tot i que no existeix un consens total en la correlació entre el retorn i l'impacte, sí que existeix una opinió general que aquests són dos factors clau en l'avaluació de les inversions d'impacte, juntament amb l'anàlisi del risc. A continuació, analitzarem a fons aquests tres factors.

3.2. MODELS DE RENDIBILITAT DE LES INVERSIONS D'IMPACTE

Els diversos estudis realitzats sobre els resultats de les inversions d'impacte coincideixen en dividir la rendibilitat en retorn econòmic i impacte social o mediambiental. El retorn econòmic coincideix amb la rendibilitat financera de les inversions tradicionals. És una variable fàcil de calcular. Consisteix en dividir els fluxos de caixa que genera la inversió pel capital invertit. L'impacte social o mediambiental és una variable més complicada de mesurar. Per fer-ho és necessari disposar d'indicadors que permetin quantificar els resultats de les activitats realitzades per l'entitat o empresa en la que s'ha invertit. La mesura de l'impacte social o mediambiental és un dels punts febles del mercat de les inversions d'impacte. Tot i que, darrerament, s'ha avançat molt en aquesta matèria, encara apareix com un dels grans reptes d'aquest tipus d'inversions. En el següent capítol, s'explicarà en detall el concepte d'impacte i les eines disponibles per mesurar-lo.

Actualment, existeixen diferents models de rendibilitat de les inversions d'impacte, que pretenen classificar aquestes inversions en funció del tipus de rendibilitat esperada i/o obtinguda. Segons el tipus de retorn econòmic, les inversions es classifiquen en:

a) Retorn igual que el mercat. Formen part d'aquest grup, les inversions d'impacte que obtenen un retorn econòmic igual o superior al de les inversions tradicionals. En aquest tipus d'inversors, els inversors acostumen a donar prioritat a la rendibilitat enlloc de l'impacte.
b) Retorn inferior al mercat. Aquest tipus d'inversions obtenen un retorn econòmic inferior a la mitja dels retorns obtinguts pels inversors en el mercats tradicionals. Els inversors que inverteixen en aquest tipus d'inversions acostumen a prioritzar l'impacte social o mediambiental per sobre del retorn econòmic.

Segons l'abast de l'impacte social o mediambiental, les inversions es classifiquen en:

a) Impacte a nivell d'empresa o directe. Aquest és l'impacte que una empresa aconsegueix mitjançant la seva pròpia activitat entre els seus grups d'interès (clients, treballadors, etc.). Aquest tipus d'impacte primari és el que mesuren la majoria d'empreses.
b) Impacte a nivell de mercat. Una empresa pot crear impacte a nivell de mercat a través de tres vies diferents. Mitjançant la creació de nous models de negoci que després utilitzaran altres empreses. Aportant noves infraestructures necessàries per desenvolupar un mercat que sovint requereixen importants inversions. I finalment, influenciant als governs perquè millorin les polítiques d'un determinat mercat.

La majoria dels models de rendibilitat de les inversions d'impacte es basen en una combinació dels tipus de rendibilitat anteriors. A continuació, analitzarem el model de la Omidyar Network (Bannick *et al*, 2017), que és una xarxa d'inversors d'impacte amb una extensa experiència en aquest mercat.

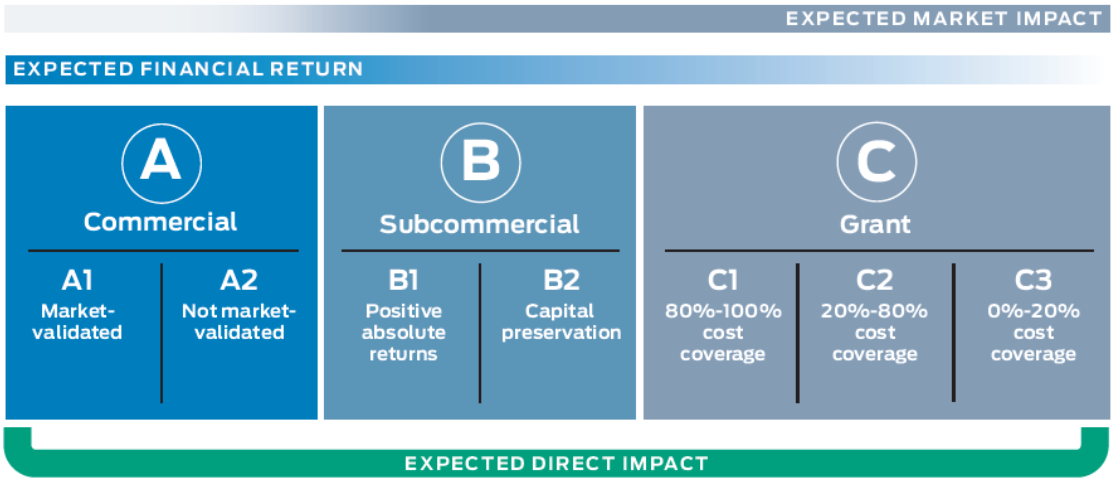

Figura 10. El model del retorn continu (*The Returns Continuum Framework*).

Font: Omidyar Network.

El model es basa en que totes les inversions han de tenir una expectativa d'impacte directe elevada. A partir d'aquí, les inversions es classifiquen en tres categories diferents, en funció del grau de retorn econòmic i d'impacte a nivell de mercat:

a) Categoria A (inversions comercials). Aquestes inversions estan dirigides a empreses que tenen l'impacte social o mediambiental inclòs en el seu model de negoci. Per tant, d'aquestes inversions s'espera obtenir un impacte i un retorn econòmic elevats. Dins d'aquesta categoria es diferencien dos tipus d'inversions. Per una banda, les inversions que també incorporen inversors tradicionals. La seva presencia serveix per validar la capacitat de les inversions per obtenir retorns iguals o superiors als del mercat. Per una altra banda, inversions en les que no hi ha inversors tradicionals.
b) Categoria B (inversions subcomercials). En aquesta categoria s'inclouen aquelles inversions que ofereixen un retorn econòmic inferior al mercat. Però que com a contrapartida, ofereixen un impacte a nivell de mercat. És a dir, són inversions que contribueixen a la construcció d'un mercat. Les inversions en aquesta categoria es divideixen en inversions que ofereixen retorns positius, tot i que inferiors a la mitja dels retorns obtinguts pels inversors tradicionals, i inversions que garanteixen la devolució del capital invertit. En aquest tipus d'inversions, el retorn econòmic és molt difícil de predir amb antelació.
c) Categoria C (Subvencions). En aquesta categoria s'inclouen les subvencions de tipus no reintegrable. S'atorguen a empreses amb unes expectatives d'impacte elevades. Aquesta categoria es divideix en tres subcategories segons el grau de cobertura dels costos operatius de les empreses receptores. El motiu principal d'aquesta diferenciació és classificar la concessió de subvencions en funció del model financer de les empreses receptores.

La composició de la rendibilitat que ofereixen les inversions és el que determina l'entrada d'un determinat tipus d'inversor. Tradicionalment, els inversors que inverteixen en inversions classificades en la categoria A, són inversors que tenen com a prioritat el retorn econòmic (*Finance First*). Aquest tipus d'inversors està integrat per inversors comercials (gestores de fons) que busquen vehicles financers que ofereixin rendibilitats similars a les del mercat, però combinades amb un impacte social o mediambiental. Aquest tipus d'inversors acostumen a invertir en sectors madurs, com les microfinances o el sector d'habitatges de baix cost, tot i que també poden entrar en altres mercats, una vegada han estat testejats per inversors amb prioritat per l'impacte, disposats a assumir més risc, o a acceptar retorns econòmics més baixos.

En canvi, els inversors que inverteixen en la categoria B, són inversors que tenen com a prioritat l'impacte social o mediambiental (*Impact First*). La motivació principal d'aquest tipus d'inversors és l'impacte, i estan disposats a acceptar un retorn per sota del mercat o inclús la simple devolució del capital.

Finalment, les inversions de la categoria C són considerades subvencions o donacions, i els inversors no reben cap tipus de retorn econòmic, únicament un impacte social o mediambiental (*Impact Only*). En molts casos, aquest tipus d'inversions es consideren una forma de filantropia, i no s'inclouen en les inversions d'impacte.

3.3. MODELS DE RENDIBILITAT I CORBA DE CREIXEMENT EMPRESARIAL

Les inversions d'impacte són una font de finançament a l'abast dels emprenedors socials. Trobar finançament pels nous projectes és un dels reptes més difícils de qualsevol emprenedor que vulgui posar en marxa una nova empresa, i en el cas dels emprenedors socials, no és diferent. Per tant, l'entrada en el mercat de les inversions d'impacte pot ser una bona oportunitat per aquest tipus d'emprenedors.

La rendibilitat esperada pels inversors és un factor determinant perquè aquests decideixin entrar en un nou projecte. També és important quin tipus de rendibilitat prioritzen aquests inversors. Com hem comentat en l'apartat anterior, els inversors es poden classificar en tres perfils principals: inversors que únicament busquen obtenir un impacte social o mediambiental (*Impact Only)*, inversors que prioritzen l'impacte per sobre del retorn econòmic *(Impact First)*, i inversors que prioritzen el retorn econòmic per sobre de l'impacte *(Finance First)*.

La figura 11 relaciona els tres perfils d'inversors amb les etapes de creixement empresarial:

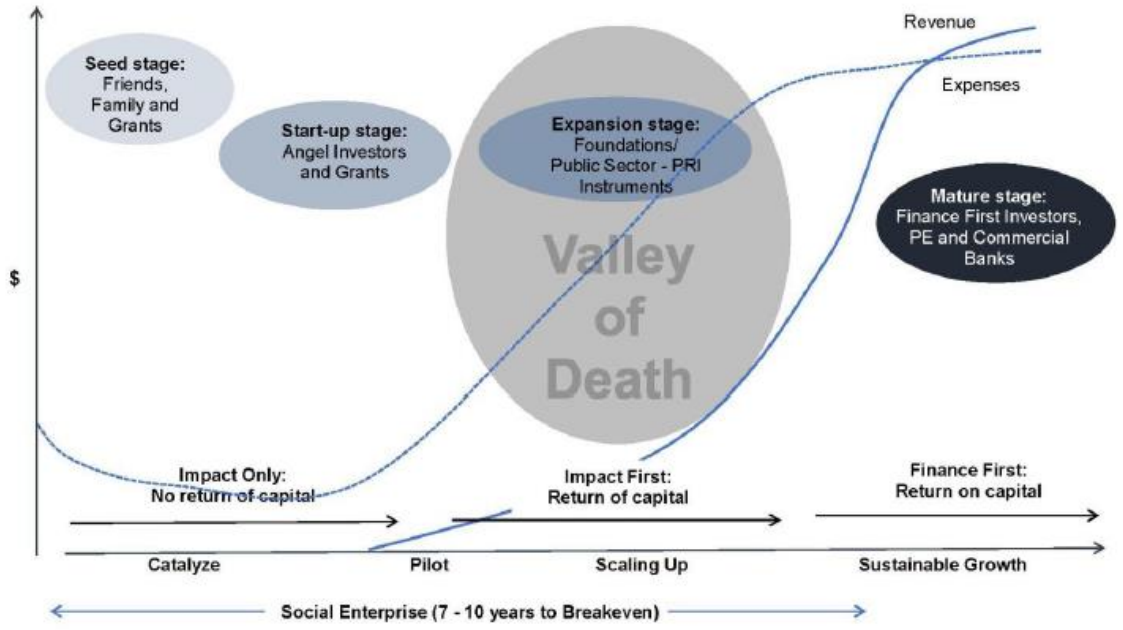

Figura 11. Etapes de creixement de les empreses.

Font: Oxfam.

En les primeres etapes de creixement, les fonts de finançament més habituals són les aportacions de família i amics, i programes de subvencions, que tenen com a objectiu principal finançar projecte amb un potencial d'impacte social o mediambiental molt important. En aquesta etapa, també poden entrar en el finançament inversors d'impacte que únicament busquen l'impacte, o en alguns casos, també busquen la devolució del capital.

La fase d'expansió és una fase molt delicada per la majoria de noves empreses, degut a que han assolit un tamany prou important perquè les fonts de finançament anteriors no siguin suficients, però en canvi, no tenen el tamany adequat i tenen massa risc perquè puguin obtenir finançament de la banca comercial i dels inversors tradicionals. Aquesta etapa s'anomena vall de la mort (*Valley of Death*) perquè és l'etapa en la que es produeix una mortalitat més important de noves empreses. En aquesta etapa poden jugar un paper molt important els inversors d'impacte que prioritzen l'impacte per sobre del retorn econòmic. Donat que la majoria d'empreses que arriben a aquesta etapa tenen capacitat financera per poder tornar el capital invertit, i en alguns casos, poden garantir un retorn econòmic per sota de mercat, però suficient per cobrir les expectatives d'aquest tipus d'inversors (Bolis, West, Sahan, Nash i Irani, 2017).

En l'etapa següent de maduresa, les empreses tenen un tamany important, un nivell de risc més baix, i acostumen a superar el punt d'equilibri. En aquestes condicions, les empreses tenen accés a la banca comercial, els inversors tradicionals, i també els inversors d'impacte que prioritzen el retorn econòmic.

3.4. TIPOLOGIA I ANÀLISI DEL RISC DE LES INVERSIONS D'IMPACTE

En un context d'inversió, el risc és la probabilitat que el resultat d'una inversió sigui diferent a l'esperat. El risc és multifactorial, degut a que el resultat pot venir donat per diversos factors, que s'anomenen factors de risc. I és subjectiu, donat que està directament relacionat amb les expectatives particulars de cada inversor. En aquest sentit, trobar un nivell de risc que s'ajusti a qualsevol inversor no és possible, sinó que és necessari conèixer el perfil i les seves expectatives de cada inversor per poder seleccionar les inversions que s'ajustin millor.

L'anàlisi del risc en les inversions tradicionals inclou diversos factors interrelacionats entre sí, com són el risc financer, el risc d'empresa, i el risc de mercat, entre d'altres. En el cas de les inversions d'impacte, s'han de tenir en compte tots aquests factors, però també s'inclouen altres factors complementaris que influeixen en el risc d'aquests tipus d'inversions. En contra del que pensen alguns inversors tradicionals, les inversions d'impacte no tenen un risc superior *per se* que les inversions tradicionals, però sí que tenen una tipologia de riscs diferents, que és important conèixer molt bé abans d'invertir en aquest tipus d'inversions. Diversos estudis realitzats per empreses d'inversió rellevants en el mercat de les inversions d'impacte, com Impact Assets (Emerson, 2011) i Bridges Ventures (Barby & Gan, 2014), coincideixen en identificar els factors de risc següents:

a) Risc del capital (*Capital Risk)*. El risc de que l'inversor pugui perdre el capital invertit. Els inversors amb un perfil de risc baix, sovint estan més interessats en poder assegurar la devolució del capital invertit, que en el retorn econòmic potencial de la inversió.
b) Risc d'impacte (*Impact Risk*). El risc d'impacte pot tenir diferents formes. Es pot donar cas que no hi hagi evidències que la intervenció realitzada doni els resultats desitjats. O, que la intervenció pugui generar canvis positius per als beneficiaris, però alhora generar canvis negatius per a altres grups d'interès. En aquest sentit, el risc d'impacte està relacionat amb el risc reputacional. També està relacionat amb el risc de mesurament i difusió de l'impacte de les inversions. Aquest tipus de risc pren molta importància en les inversions que prioritzen l'impacte per sobre del retorn econòmic, i que pot provocar que els inversors no disposin d'evidències de l'impacte realitzat.
c) Risc de costos de transacció (*Transaction Cost Risk*). Cada cop que un inversor realitza una nova inversió incorre en uns costos de transacció, que consisteixen en els recursos consumits per realitzar la *due diligence*, estructurar la inversió i monitoritzar-la. Si la inversió no té el tamany necessari, el cost d'aquest procediment pot ser superior al benefici que aporti a l'inversor. Aquest tipus de risc és un barrera d'entrada important al mercat de les inversions d'impacte, degut a que el tamany d'aquest tipus d'inversions acostuma a ser inferior al de les inversions tradicionals.
d) Risc de sortida (*Exit Risk*). També es coneix com a risc de liquiditat. Donat que les inversions d'impacte acostumen a tenir tamany reduït, són molt especialitzades, i s'estructuren en instruments financers de capital privat i deute,

els inversors poden tenir dificultats per desprendre's d'aquest tipus d'inversions. En aquest sentit, aquest risc no és tan present en els inversors que prioritzen l'impacte social o mediambiental, donat que aquests tipus d'inversors consideren que l'obtenció d'impacte requereix un cert temps (principi del capital "pacient"). En canvi, per als inversors comercials, és important poder vendre la inversió en qualsevol moment.

Altres tipus de risc que se citen en els estudis realitzats són el risc de l'empresa social, que vindria a ser el ric d'empresa en les inversions tradicionals, tenint en compte les característiques específiques d'aquest tipus d'empreses. També el risc de gestió i desenvolupament de fons d'inversió d'impacte, que es basa en la falta d'informació i dades històriques en el mercat de les inversions d'impacte. I finalment, el risc no quantificable, que inclou tots aquells aspectes que es desconeixen i, per tant, no es poden quantificar.

Un estudi realitzat per Merryll Lynch (Snider, 2016) defineix una relació entre el risc i el retorn econòmic de les inversions d'impacte. A la figura 12 s'inclouen diversos tipus d'inversions d'impacte classificades segons el nivell de risc i de retorn econòmic esperat:

	Debt/Credit Based Impact Solutions	Equity Based Impact Solutions	Alternative or Opportunistic Impact Solutions
Above	*Green Bonds*	*Resource Efficiency Equities* *Thematic Sector Equity Fund*	*Alternative Energy* *Small & Medium Enterprises (SME) Financing* *Impact Venture/Growth Equity*
Market	*Sustinable (ESG) Corporate Bonds* *Sustainable (ESG) Municipal Debt*	*Diversified Global/U.S. Sustainable Equity (ESG)*	*Sustainable Private Equity* *Sustainable Real Assets*
Below	*Community Loan/Development Funds*	*Negatively/Socially Screened Equities*	*Social Impact Partnerships Microfinance*

Lower Risk ⟷ Higher Risk

Figura 12. Rang de perfils de risc i retorn per inversions d'impacte.

Font: Merrill Lynch.

Un exemple d'inversions d'impacte amb un risc baix són les inversions en energies alternatives, sostenibilitat mediambiental i canvi climàtic. Aquest tipus d'inversions socialment responsables tenen en compte criteris ambientals, socials i de bon govern (ESG, en anglès). Els criteris ambientals analitzen els efectes de les activitats de l'empresa en el medi ambient. Els criteris socials examinen les relacions de l'empresa amb els seus grups d'interès i amb la comunitat on opera. I els criteris de bon govern analitzen aspectes com el model de lideratge, el sistema de retribució dels directius, les polítiques d'igualtat de gènere, entre d'altres. Aquest tipus d'inversions contribueixen a reduir les emissions de carboni a l'atmosfera, i per tant, tenen un impacte mediambiental, i a més, obtenen un retorn econòmic considerable donat que és un mercat que es troba en creixement. El risc

d'aquest tipus d'inversions és reduït donat que es tracta d'instruments de deute que, en molts casos, estan garantits per l'administració pública (bons verds, deute sostenible municipal, etc.).

Altres inversions d'impacte amb un risc més elevat són el mercat de les microfinances, els fons de capital privat d'impacte que inverteixen en *start-ups* o petites i mitjanes empreses socials. En el cas de les inversions en microfinances s'estructuren en micropréstecs concedits a petits emprenedors que desenvolupen una activitat social normalment en països subdesenvolupats. Aquests emprenedors no tenen accés a la banca comercial degut a que excedeixen els límits de risc que les entitats financeres estan disposades a assumir. Per tant, tenen un nivell de risc elevat, tot i que a la pràctica tenen un nivell de devolució del capital i pagament d'interessos molt elevat. Els fons de capital privat d'impacte inverteixen en emprenedors socials i empreses petites i empreses en fase d'expansió i maduració. Aquest tipus d'inversions s'estructuren majoritàriament mitjançant instrument de capital o deute. Degut a les característiques de les empreses receptores de les inversions, es consideren inversions amb un risc elevat. Tot i que, com ja hem comentat, el fet de ser empreses socials no implica directament que el risc sigui superior al de les inversions en empreses tradicionals similars.

4. MESURAMENT I RENDICIÓ DE COMPTES DE L'IMPACTE

4.1. DEFINICIÓ DE L'IMPACTE: CADENA DE VALOR, ACTORS I MOTIVACIONS

En els darrers anys, s'ha produït un augment important de l'interès per mesurar l'impacte social i mediambiental de les empreses. La Llei del Mercat Únic II (*Single Market Act II*) indica que "*la Comissió Europea desenvoluparà una metodologia per mesurar els beneficis sòcio-econòmics creats per les empreses socials. El desenvolupament de mesuraments rigorosos i sistemàtics de l'impacte de les empreses socials a la comunitat... és essencial per demostrar que els capitals invertits en les empreses socials genera estalvis i ingressos elevats*".

Els diversos actors que formen part de l'economia social coincideixen en que les empreses socials són organitzacions que comparteixen tres dimensions principals:

a) El motiu de la seva activitat comercial és aconseguir un objectiu social basat en el bé comú, i sovint acompanyat d'un elevat nivell d'innovació social. Com a conseqüència, la majoria de les empreses socials es caracteritzen per oferir serveis d'interès general (serveis socials, integració laboral de persones discapacitades, salut, educació, medi ambient, desenvolupament local ,etc.)
b) Els beneficis es reinverteixen majoritàriament en l'empresa per tal d'assolir l'objectiu social. Aquesta segona dimensió va en la línia de la sostenibilitat financera de l'empresa, i l'alineació dels objectius financers i socials del model de negoci.

c) Els mètode d'organització o el sistema de propietat reflexa la seva missió, utilitzant principis democràtics o participatius o basats en la justícia social. Aquesta tercera dimensió es basa en l'estructura de govern de les empreses socials, en particular, es centra en assegurar que aquest tipus d'empreses utilitzen sistemes participatius i democràtics d'organització i/o propietat.

La definició d'impacte dependrà específicament de l'objectiu social de cada empresa. Tot i això, l'informe sobre les propostes de mesurament de l'impacte social (CEGES, 2014) elaborat pel grup d'experts en emprenedoria social de la Comissió Europea (CEGES) defineix l'impacte social com "*l'efecte social (canvi), a curt i llarg termini, obtingut per la població a la que van dirigides les activitats de les empreses socials, tenint en compte els canvis positius i negatius, i ajustats pels efectes conseqüència d'aportacions d'altres, pels efectes que haguessin succeït igualment, per conseqüències negatives, i per efectes que disminueixen durant el temps*".

La cadena de valor de l'impacte s'ha convertit en el punt de partida per definir l'impacte social donat que defineix clarament les diferències entre inversions (*inputs)*, activitats, productes i serveis (*outputs)*, resultats (*outcomes*), i impactes. La figura 13, inclou els factors clau que formen la cadena de valor d'impacte d'una organització amb propòsit social (SPO, en anglès):

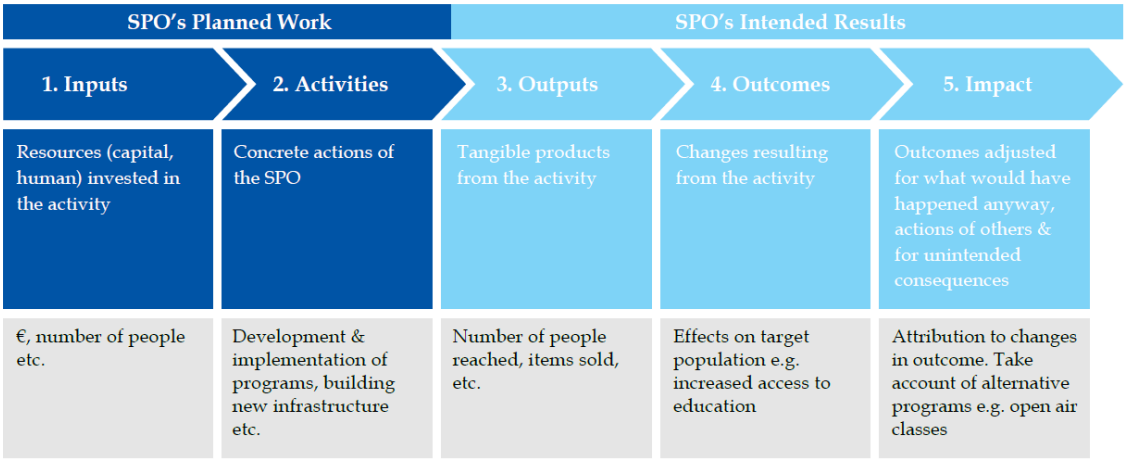

Figura 13. La cadena de valor de l'impacte.

Font: Hehenberger, Harling & Scholten (2015).

El grup d'experts de la *European Venture Philanthropy Association (EVPA)* , que és una associació de referència en la mesura de l'impacte social, defineixen els factors clau de la cadena de valor de la següent manera:

a) Les entrades (*inputs)* consisteixen en els recursos de capital o humans que s'inverteixen en l'organització. Aquests es poden mesurar en Euros o número de persones, hores, etc.

b) Les activitats són les accions concretes, tasques i treballs realitzats per l'organització, per tal de crear productes i serveis que li permetin obtenir els objectius. Les activitats es mesuren en base als programes desenvolupats i implementats, la creació de noves infraestructures, etc.
c) Les sortides (*outputs)* estan formats pels productes i serveis que són el resultat de les activitats realitzades per l'organització. Aquestes sortides es mesuren en base al número de persones ateses, número de productes venuts, etc.
d) Els resultats (*outcomes)* són els canvis, beneficis, aprenentatges o altres efectes, a curt i llarg termini, que són el resultat de les activitats de l'organització. Aquests resultats es mesuren en base als efectes de les activitats en la població objectiu.
e) L'impacte social consisteix en la contribució de les activitats de l'organització a ampliar i fer sostenibles els canvis aconseguits. Es mesuren els resultats o *outcomes* ajustats pels resultats que haguessin succeït igualment, per les accions d'altres, etc.

El mesurament de l'impacte va més enllà de comprovar que les empreses socials compleixen amb les dimensions esmentades. El mesurament de l'impacte ha de permetre conèixer en quin grau l'empresa social està cobrint les necessitats socials, i en quin grau està aconseguint els resultats (canvis) en les persones a qui serveix. Aquest impacte pot produir-se directament o indirectament les vides de les persones i comunitats beneficiaries, i a les vides dels treballadors i persones involucrades en la provisió dels serveis.

El grup de treball sobre mesurament de l'impacte social de la *Social Impact Investment Taskforce* (SII Taskforce, 2014) considera que el mesurament de l'impacte social requereix tenir en compte tres grups d'actors principals que formen part de l'ecosistema de les inversions d'impacte: En primer lloc, els actors primaris, que són aquells que estan relacionats amb els moviments del capital (inversors, gestors de fons, intermediaris, comissionistes, i empreses socials). En segon lloc, els proveïdors de serveis de mesurament i dades, que són els actors que proveeixen sistemes relacionats amb el mesurament de l'impacte directament als actors primaris (consultors d'impacte social, experts en monitoratge i avaluació, proveïdors de dades, empreses d'auditoria i certificació de dades). I en tercer lloc, altres actors de l'ecosistema, que tenen per objectiu impulsar el camp del mesurament de l'impacte social, com per exemple, organitzacions que financen empreses socials, autoritats públiques i reguladors, i recercadors, entre d'altres (veure figura 14):

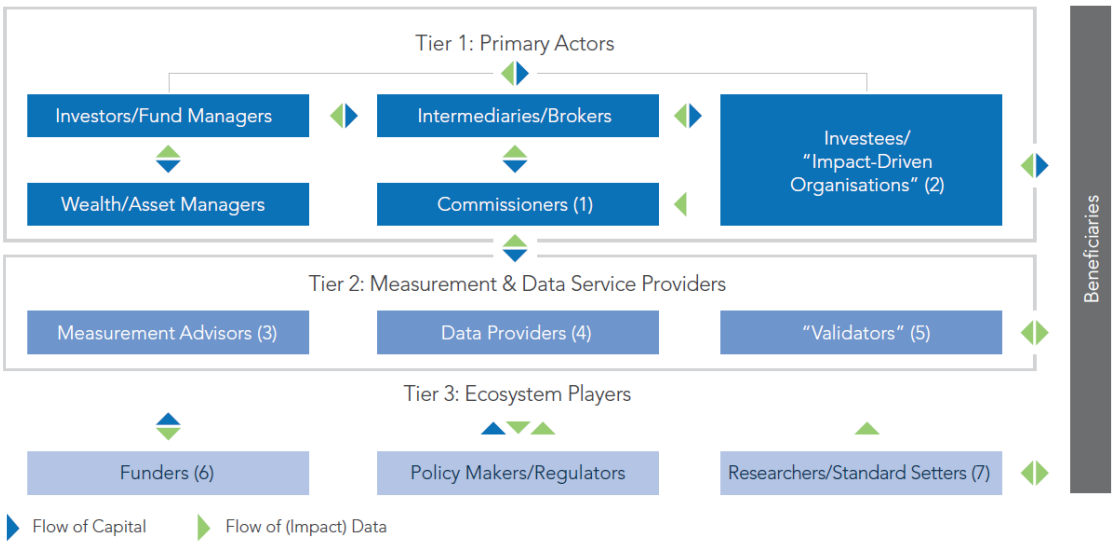

Figura 14. Ecosistema de inversions d'impacte i mesurament.

Font: SII Taskforce (2014).

Les motivacions i les necessitats per mesurar l'impacte de les empreses socials són diferents per cadascun dels actors que formen part de l'ecosistema de les inversions d'impacte. Les autoritats públiques i governs estan interessats en conèixer els resultats de les activitats realitzades, quan són els "compradors" de les activitats realitzades per les empreses socials. Sobretot, quan s'estableixen contractes de pagament en funció de l'èxit de les actuacions realitzades (*pay per success*). Els inversors estan interessats en mesurar els retorn econòmic dels capitals invertits, però també l'impacte social o mediambiental de les seves inversions, sobretot, aquells inversors que prioritzen aquest tipus d'impacte enfront del retorn econòmic. I les empreses socials, actors principals, també tenen interès en mesurar l'impacte de les seves activitats per poder implementar sistemes de gestió i millora de les mateixes.

4.2. PROCÉS DE MESURAMENT DE L'IMPACTE A LES EMPRESES SOCIALS

El mesurament de l'impacte va més enllà del rendiment de comptes, que algunes empreses realitzen sobre l'impacte de les seves activitats en els aspectes socials i mediambientals. En aquest sentit, al llarg dels anys, han anat sorgint diverses iniciatives i eines que promouen la rendició de comptes ASG, que correspon als conceptes "Ambientals, Socials i de bon Govern", entre les que destaquen els estàndards promoguts per l'organització *Global Reporting Initiative* (GRI), el Pacte Mundial de Nacions Unides i el Projecte Balanç Social Cooperatiu de l'Aliança Cooperativa Internacional (ACI) i del moviment de l'economia social i solidaria (ESS), entre moltes altres que existeixen actualment. Totes aquestes iniciatives tenen com a objectiu l'establiment de les pautes a

seguir per les empreses per a l'elaboració d'informes que recullin dades sobre temes mediambientals, socials i de bon govern, sobre la base de que el primer pas per gestionar qualsevol aspecte és mesurar-lo i analitzar-lo (Suriñach, Ortega, Olaya, Bastida i Torrent, 2016).

Els principals experts coincideixen en que el mesurament de l'impacte ha de sorgir d'un procés format per cinc etapes principals. A la figura 15 s'inclouen aquestes etapes i la relació entre sí.

Figura 15. Procés per mesurar l'impacte social.

Font: Hehenberger, Harling & Scholten (2015).

1. Identificar els objectius. En aquesta fase és important definir l'enfocament del mesurament de l'impacte social i establir-ne els objectius. Això últim és vital en qualssevol procés de mesurament de l'impacte, i s'ha de plantejar per cadascun dels actors de l'ecosistema (empreses socials, inversors, etc.).
   A nivell d'inversors, per enfocar el mesurament, s'haurien de poder respondre les preguntes següents:
   a. Quina és la nostra motivació per mesurar l'impacte social?
   b. De quins recursos podem disposar per mesurar l'impacte social?
   c. Amb quin tipus d'empreses socials treballem?
   d. Quin nivell de rigor requerim en l'anàlisi de l'impacte?
   e. Quin és el període d'anàlisi?

   Per establir els objectius s'haurien de poder respondre les preguntes següents:

   a. Quin és el problema social o mediambiental que estem intentant solucionar?
   b. Quin objectiu volem aconseguir?
   c. Quins són els resultats esperats?

A nivell d'empresa social, per enfocar el mesurament i l'establiment dels objectius, s'haurien de poder respondre les preguntes següents:

   a. Quin és el problema social o mediambiental que estem intentant solucionar?

b. Quins activitats estem realitzant per intentar solucionar el problema?
c. Quins recursos o inputs té o necessita l'empresa per realitzar les activitats?
d. Quins són els resultats esperats?

2. Analitzar els grups d'interès (*stakeholders*). Les activitats de les empreses socials o els inversors creen valor per a diferents grups d'interès. L'anàlisi dels grups d'interès és important per conèixer les expectatives d'aquests, les seves contribucions, i l'impacte potencial que les activitats de les empreses poden tenir en aquests grups. També és important per tenir la col·laboració dels grups d'interès en la mesura de l'impacte. Tant a nivell d'inversors com d'empresa social, hi ha dos aspectes principals de l'anàlisi dels grups d'interès:
   a. La identificació dels grups d'interès. Inclou el mapeig dels grups d'interès, la seva classificació, i l'anàlisi de les seves expectatives.
   b. El compromís dels grups d'interès. Consisteix en posar-se en contacte amb els grups d'interès seleccionats per conèixer les seves expectatives, i comprovar si s'han complert.

3. Mesurar els resultats. Aquesta etapa té una importància especial donat que consisteix en el mesurament dels resultats obtinguts per les empreses, els inversors, etc. És per aquest motiu que ens estendrem més en l'explicació d'aquest punt que en els anteriors. Per mesurar d'una forma efectiva els resultats obtinguts, aquests es poden dividir en tres categories diferents:

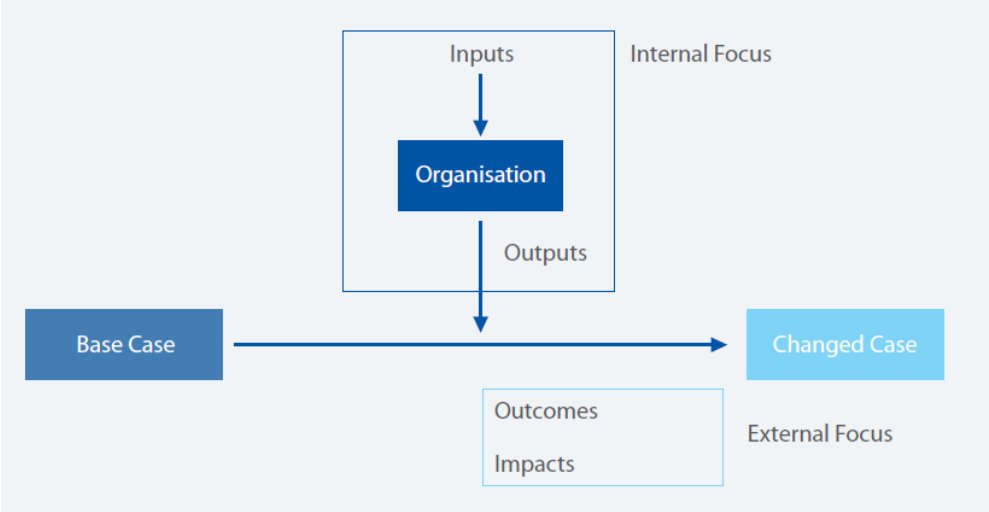

Figura 16. Àmbit intern vs extern: L'ús dels productes i serveis (*outputs*), dels resultats (*outcomes*), o dels impactes.

Font: Hehenberger, Harling & Scholten (2015).

a) Els productes o serveis oferts per l'organització (*outputs).* Aquests estan directament relacionats amb les activitats que desenvolupa l'organització, per

tant, aquests queden en l'àmbit intern de l'organització i són senzills de mesurar. En aquest sentit, moltes empreses socials i inversors tenen la temptació de centrar-se en mesurar aquest tipus de resultats, però sovint, la simple mesura d'aquests dona poca informació sobre el seu impacte. La mesura d'aquest tipus de resultat s'utilitza quan l'organització necessita informació destinada a la millora de la gestió interna.

b) Els resultats en forma de canvis, beneficis o altres efectes de les activitats de l'organització (*outcomes),* i els impactes, estan relacionats amb els efectes esperats i inesperats de les activitats realitzades per l'organització, per tant, aquests queden fora de l'àmbit intern de l'organització, i són més difícils de mesurar. Els resultats es poden mesurar mitjançant els productes o serveis anteriors, sempre i quan, aquests últims apuntin en la mateixa direcció que els resultats, o quan hi hagin estudis de recerca que confirmin la correlació entre uns i altres. En cas contrari, les organitzacions han de definir els resultats esperats tenint en compte els objectius identificats en la primera etapa. Posteriorment, han de seleccionar aquells resultats que l'organització té com a prioritaris, i finalment, s'han de seleccionar diversos indicadors que els permetin fer-ne un seguiment.

c) La diferència entre els resultats anteriors i els impactes és difícil de demostrar. Per mesurar els impactes, el més habitual és calcular els resultats de les activitats/inversions ajustant-los segons els efectes positius o negatius que poden tenir sobre l'impacte, altres programes similars, els efectes negatius indirectes que poden provocar les activitats, etc.

Les organitzacions utilitzen els indicadors per mesurar els seus diferents tipus de resultats (productes i serveis, resultats, impactes, etc.). Els indicadors de les activitats i serveis serveixen per mesurar si milloren o empitjoren determinades activitats operatives de l'organització. Cada organització pot crear la seva taula específica d'indicadors per mesurar i controlar els resultats obtinguts, tot i que, també existeixen bases de dades d'indicadors com IRIS o *Global Value Exchange*, que disposen d'un gran nombre d'indicadors testejats per diverses organitzacions. A la figura 17, s'inclou una taula amb una relació d'indicadors d'IRIS que serveixen per mesurar els *outputs* d'una organització dedicada a millorar la vida de persones que viuen en situació de pobresa.

Output	IRIS Indicator
Number of toilets installed	PI9601: Number of units installed by the SPO during the reporting period
$ revenue from toilet sales	PI1775: Revenue from the sales of the product or service during the reporting period
Number of toilet operators	PI2758: Number of micro-entrepreneurs distributing the SPO's products/services during the reporting period
Number of visits to toilets	PI8783: Average number of client visits to facilities during the reporting period
Number of users of toilets (per toilet & total)	PI4060: Number of individuals who were clients during the reporting period
$ income of toilet operators	PI4881: Total earnings generated by the micro-entrepreneurs from selling the SPO's products / services
Kg of waste collected	Not within IRIS so indicator created as: Number of kgs of waste collected from the toilets during the reporting period
kWh of electricity produced	PI8706: Energy produced during the reporting period
$ revenue from electricity sales	PI1775: Revenue from the sales of the product or service during the reporting period
Kg of fertiliser produced	PI1290: Amount of product or service produced by the organisation during the reporting period
Kg of fertiliser sold	PI1263: Amount of the product or service sold by the organisation during the reporting period
$ revenue from fertiliser sales	PI1775: Revenue from the sales of the product or service during the reporting period

Figura 17. Taula d'*ouputs* i indicadors IRIS.

Font: Hehenberger, Harling & Scholten (2015).

Els indicadors que mesuren els resultats obtinguts i els impactes realitzats serveixen per demostrar el progrés o retrocés envers uns determinats resultats. Com s'ha comentat anteriorment, les organitzacions han de definir els resultats esperats i identificar aquells que són prioritaris, i posteriorment, seleccionar els indicadors que permetin fer-ne un seguiment. Seguint amb l'exemple de l'organització anterior dedicada a millorar la vida de persones que viuen en situació de pobresa, es poden definir els resultats esperats i els indicadors següents:

Resultats esperats	Indicadors
Incrementar l'accés a instal·lacions sanitàries	• Número de instal·lacions sanitàries instal·lades per l'organització • Número de persones que han utilitzat aquests instal·lacions sanitàries
Millorar la sanitat pels usuaris de les instal·lacions sanitàries	• Nombre de dies que els usuaris de les instal·lacions sanitàries han tingut problemes d'estómac • Nombre de casos de tifus o còlera identificats en el àrea en la que s'han instal·lat les instal·lacions sanitàries
Incrementar el treball entre els habitants de les comunitats marginals	• Proporció de la comunitat que té algun tipus d'ingrés regular • Nombre d'operaris de l'organització en les instal·lacions sanitàries que formen part de la comunitat
Incrementar els ingressos per operadors de les instal·lacions sanitàries	• Ingressos totals de micro-emprenedors que venen els productes o serveis de l'organització • Proporció d'operaris de instal·lacions sanitàries amb fills que van a l'escola • Proporció d'operaris de instal·lacions sanitàries que viuen en cases construïdes amb materials resistents

Font: Hehenberger, Harling & Scholten (2015).

4. Verificar i valorar l'impacte. Aquesta etapa serveix per verificar que l'impacte que l'organització considera que ha realitzat és real, i també serveix per identificar els impactes que han generat més valor social. Aquesta informació permetrà a l'organització dedicar els recursos en aquelles iniciatives que generin més valor social. Aquesta etapa es divideix en dues fases. La primera fase consisteix en comprovar que l'impacte obtingut té sentit pels grups d'interès de l'organització. Aquesta comprovació es pot realitzar a través de diferents tècniques com: (i) Els estudis de recerca que triangulin l'impacte obtingut amb les dades d'altres informes externs, estadístiques governamentals, etc. (ii) Els anàlisis comparatius amb els resultats d'impacte d'altres organitzacions similars, i (iii) Les entrevistes o focus grup amb representants dels grups d'interès.
   La segona fase consisteix en analitzar la importància de l'impacte aconseguit. En aquest cas també existeixen diverses tècniques que poden classificar-se en dues categories: (i) Qualitatives: enquestes de satisfacció dels clients, grups participatius d'anàlisi de l'impacte, *storytelling*, etc. (ii) Quantitatives (monetització): tècniques de valoració o d'anàlisi cost/benefici.

5. Monitoratge i rendició de comptes. L'última etapa en el procés de mesurament de l'impacte consisteix en monitoritzar el progrés enfront als objectius establerts en la

primera etapa del procés, mitjançant els indicadors establerts en la tercera etapa del procés. També consisteix en rendir comptes de l'impacte obtingut als grups d'interès rellevants identificats en la segona etapa del procés. Per tal de realitzar un monitoratge adequat, l'organització necessita recollir dades relacionades amb els indicadors establerts d'una manera sistemàtica. Amb aquesta informació, l'organització podrà decidir quines activitats és necessari realitzar per augmentar el seu impacte social.
Una vegada s'han recollit i analitzat les dades anteriors, l'organització ha de valorar la seva presentació als grups d'interès rellevants. Per identificar correctament els grups d'interès d'una organització i el tipus d'informació que necessita cadascun d'ells en funció dels seus objectius, és important realitzar adequadament la segona etapa d'aquest procés. Per exemple, la informació que necessiten els inversors (fons d'inversió, capital risc, etc.) és diferent a la que necessiten altres grups d'interès com els clients, governs, etc.

El seguiment de les diferents etapes d'aquest procés ha de permetre a les organitzacions millorar la gestió dels resultats i l'impacte social.

4.3. LIMITACIONS DEL MESURAMENT DE L'IMPACTE

El mesurament dels resultats i l'impacte de les organitzacions és un factor clau per entendre el mercat de les inversions d'impacte. Tot i això, l'informe sobre les propostes de mesurament de l'impacte social (CEGES, 2014) elaborat pel grup d'experts en emprenedoria social de la Comissió Europea (CEGES), identifica diverses limitacions per aconseguir un mesurament efectiu de l'impacte:

a) El mesurament influeix als comportaments. És important entendre que el mesurament de l'impacte té efectes en el comportament dels grups d'interès, incloent els clients o usuaris de les organitzacions. Els comportaments estan influïts per l'acció de mesurar, per la publicació dels resultats, i per les decisions que es prenen en base al resultat. És important tenir-ho present i aprofitar-ho per millorar el mesurament i aconseguir el suport dels grups d'interès.
b) Incentius perversos. Les empreses socials que mesuren els resultats i l'impacte obtingut poden tenir la temptació de modificar els seus objectius per fer-los més assequibles i tenir més possibilitats d'aconseguir-los. El mesurament no ha de suposar que les organitzacions seleccionin objectius per assegurar el compliment dels indicadors, sinó que han de mantenir la seva funció d'oferir productes i serveis que tinguin un veritable impacte social.
c) Manipulació o *"gaming"*. Les dades obtingudes es poden intentar manipular per simular que s'han obtingut els resultats i l'impacte esperat quan no s'ha aconseguit.
d) Resultats operatius (productes i serveis) considerats com resultats o impactes. Com ja s'ha apuntat anteriorment, en alguns casos, les organitzacions poden confondre l'assoliment de resultats operatius com a impactes. És important

diferenciar, en la cadena de valor l'impacte, les activitats realitzades, els resultats i l'impacte aconseguit per evitar aquest tipus de confusions.

e) Inflexibilitat. Les necessitats socials canvien. Per tant, és important que els sistemes de mesurament es revisin en períodes de tres a cinc anys, per tal d'adaptar-los als canvis en les necessitats socials.

f) Quantificar per tal d'entendre. La quantificació dels resultats i l'impacte obtinguts té com a objectiu principal disposar d'informació per comprovar si s'han assolit els objectius establerts. Tot i això, és important no oblidar que darrera dels indicadors hi ha històries de canvis en vides, actituds, etc. i que aquestes sempre tenen prioritat.

g) Mantenir la proporcionalitat. És important tenir en compte l'anàlisi cost-benefici d'obtenir les dades dels resultats i l'impacte. El cost en temps i diners d'obtenir aquestes dades no hauria de ser mai superior al benefici que suposa l'ús d'aquestes dades per part de l'organització i els seus grups d'interès.

h) Burocràcia excessiva. El mesurament dels resultats i l'impacte hauria de servir perquè les organitzacions puguin prendre decisions ràpides i ser flexibles per reaccionar a canvis en les necessitats socials, enlloc de fer que les seves decisions siguin més lentes.

5. PRINCIPALS REPTES PER AUGMENTAR LES INVERSIONS D'IMPACTE

5.1. REPTES DE LES EMPRESES SOCIALS PER ATREURE ALS INVERSORS D'IMPACTE

L'estudi sobre "El present i el futur del Tercer Sector Social" (PWC, 2012) realitzat per PWC amb la col·laboració de l'Institut d'Innovació Social d'ESADE i l'Obra Social de La Caixa, alertava que s'estan produint canvis estructurals importants en el Tercer Sector deguts, principalment, a la disminució del finançament públic com a conseqüència de la crisi econòmica i financera. En aquest mateix estudi, s'apuntaven diversos reptes que les entitats i empreses socials han d'afrontar per tal de sobreviure els canvis anunciat. Entre aquests reptes hi ha la modificació del model de finançament i l'orientació a resultats. La modificació del model de finançament consisteix a passar d'un model en el que predomina el finançament públic, a un altre model mixt, amb un terç del finançament públic, un terç del finançament privat, i un altre terç del finançament propi. Aquesta diversificació del finançament reduiria el risc de les entitats i empreses, i a més, milloraria la seva autonomia financera, al no dependre d'una única font de finançament. L'orientació a resultats significa passar d'un model en el que les entitats i empreses només han de justificar les subvencions rebudes mitjançant la presentació de factures, a un altre model en el que aquestes han de mesurar l'impacte social que obtenen i han de rendir comptes amb els seus finançadors.

Els reptes que estableix l'estudi de PWC estan en línia amb les inversions d'impacte. Les empreses socials són un element clau en el mercat de les inversions d'impacte. Tot i les dificultats que estan tenint per obtenir finançament, sobretot en la seva fase inicial (*start-up*), però també quan ja estan consolidades, aquestes poden realitzar diverses accions per atreure inversions d'impacte:

a) Fer un canvi de mentalitat en quan a finançament. Moltes empreses i entitats socials estan molt acostumades al finançament públic i a la filantropia, que són tipus de finançament que, normalment, no requereixen la devolució del capital, ni cap tipus de retorn econòmic o mesurament i rendició de comptes sobre l'impacte generat pel finançament obtingut. Per aquest tipus d'empreses és complicat passar a un model de finançament comercial, que en la majoria dels casos, requereix la devolució del capital invertit més un retorn econòmic. Tot i això, és important fer el canvi de mentalitat el més aviat possible, donat que les inversions d'impacte són un via de finançament que pot permetre compensar la disminució del finançament públic. A més, l'entrada d'inversors d'impacte en una empresa, sector o mercat, serveix per testejar-ne el model de negoci, i pot obrir les portes a l'entrada d'inversors tradicionals disposats a invertir en empreses amb impacte social.

b) Mesurar i rendir comptes sobre l'impacte social i mediambiental. Com s'ha apuntat en els capítols anteriors, el mesurament i la rendició de comptes de l'impacte són un factor clau per atreure inversions d'impacte. En tots els casos, però sobretot en aquells casos en que els inversors que prioritzen l'impacte per sobre del retorn econòmic. Per la majoria d'empreses socials, els objectius socials i mediambientals estan directament relacionats amb el model de negoci de l'empresa, per tant, el mesurament i rendició de comptes mitjançant indicadors no-financers, no ha de ser molt més complicat que el mesurament i rendició de comptes mitjançant indicadors financers. És important que les empreses defineixin els seus objectius i els resultats esperats, de manera que a través d'una comunicació constant amb els grups d'interès i els indicadors seleccionats puguin fer-ne un seguiment. La informació obtinguda serà bàsica per atreure inversors, però també per millorar la gestió de l'empresa.

c) Enfortir la diferenciació competitiva i la gestió financera. Una part important de les empreses socials desenvolupen productes i serveis dirigits al sector públic, en aquest sentit, es crea una relació molt estreta entre aquestes empreses i el sector públic. Això perjudica a les empreses socials degut a deixen de pensar en desenvolupar el seu model de negoci, la diferenciació dels seus productes o serveis respecte a la resta d'empreses, i el valor afegit que aporten als seus grups d'interès. Els inversors d'impacte analitzen el model de negoci de l'empresa abans d'invertir-hi, per comprovar que l'empresa pot ser sostenible des d'un punt de vista financer. En aquest sentit, l'entrada de inversió d'impacte pot servir perquè les empreses socials mantinguin la seva atenció en desenvolupar el seu model de

negoci i la diferenciació dels seus productes o serveis, per tal d'assegurar la seva viabilitat financera. En els casos, d'emprenedors socials, els inversors d'impacte poden assessorar als emprenedors a desenvolupar aquest aspectes.

d) Utilitzar les eines de gestió i rendició de comptes de l'impacte disponibles i certificar els resultats obtinguts. Les empreses socials tenen a la seva disposició un ampli ventall d'eines per mesurar, gestionar i rendir compte sobre el seu impacte social i mediambiental. Alguns exemples són la base de dades IRIS, que inclou un gran nombre d'indicadors d'impacte que ja han estat testejats per empreses socials de diversos sectors d'activitat. L'organització B-Corp posa a disposició de les empreses socials diversos instruments que permeten mesurar i rendir comptes del seu impacte social i mediambiental, a més, també certifica les empreses que utilitzen aquests instruments. I finalment, a nivell català, el moviment de l'economia social i solidària, disposa del balanç social, que està format de diversos indicadors socials i mediambientals (Suriñach *et al*, 2016). L'ús d'aquests tipus d'eines i la certificació dels resultats obtinguts pot ser un element facilitador de l'entrada d'inversors d'impacte en el finançament de l'empresa.

5.2. REPTES PER ALS INVERSORS D'IMPACTE PER AUGMENTAR LES SEVES INVERSIONS

Els inversors tenen un paper determinant en el desenvolupament del mercat de les inversions d'impacte. L'entrada de nous inversors i capitals en aquest mercats depèn en gran mesura del comportament i les actuacions dels inversors actuals. Algunes contribucions en aquest sentit són:

a) Crear vehicles híbrids d'inversió. Aquests tipus de vehicles estan formats per inversors tradicionals que, normalment, prioritzen un retorn econòmic de la inversió, i per inversors institucionals o fundacions, que prioritzen l'impacte social o mediambiental. Aquesta composició mixta permet reduir el risc de les inversions, donat que ambdós tipus d'inversors poden aconseguir els seus objectius. Els inversors tradicionals poden obtenir un retorn econòmic semblant al que obtindrien en un mercat convencional, i els inversors institucionals o fundacions, poden contribuir a generar impacte. Aquests tipus de vehicles també són importants perquè permeten que el capital pugui romandre més temps en les empreses (*patient capital*). De manera, que les empreses socials tenen més temps per obtenir resultats.

b) Crear un sistema de mesurament i rendició de comptes dels resultats obtinguts. És important que els inversors que inverteixen en empreses socials facin un esforç per informar del retorn econòmic que obtenen de les seves inversions, i utilitzin un únic sistema de mesurament de l'impacte. La informació sobre el retorn econòmic que obtenen les inversions d'impacte és un factor clau per assegurar

l'entrada de nous inversors. Els inversors tradicionals acostumen a entrar en empreses socials quan els inversors d'impacte les han testejat i han aportat informació sobre el retorn econòmic obtingut. L'ús d'un únic sistema de mesurament de l'impacte per part dels inversors és un altre factor clau per assegurar la transparència i la comparabilitat de la informació. Actualment, els inversors utilitzen diversos sistemes per mesurar l'impacte de les seves inversions, tot i això, s'estan imposant alguns sistemes com el *Global Impact Investing Rating System (GIIRS)*, o *Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)*, entre d'altres.

6. CONCLUSIONS

Les inversions d'impacte són una molt bona oportunitat per crear i enfortir un tipus d'empreses i entitats que, històricament, han estat molt lligades al finançament públic, amb les desavantatges que aquest tipus de finançament, basat en les subvencions, ha comportat. En primer lloc, el sistema de subvencions públiques no ha contribuït a la cerca de la sostenibilitat econòmica, sinó que ha generat empreses socials i entitats no lucratives dependents del diner públic per poder subsistir. I en moments, de crisi econòmica o conflictes polítics, aquestes empreses han hagut de patir de valent per poder finançar la seva activitat. Com hem comentat, la inversió d'impacte obliga a les empreses receptores a retornar una rendibilitat per la inversió realitzada, que pot ser una rendibilitat de mercat o inferior a la de mercat, o fins i tot en alguns casos pot ser simbòlica, però a canvi, l'empresa té autonomia financera i està obligada a actuar d'una forma professional per poder complir amb les seves obligacions.

En segon lloc, el sistema de finançament a través de subvencions, no ha potenciat la creació de mètriques que permetin mesurar l'impacte de les activitats de les empreses socials i entitats no lucratives. Aquest sistema tradicional donava per fet que si l'empresa té una missió social, les activitats que desenvolupa tindran un impacte a la societat, sense donar massa importància a mesurar i rendir comptes sobre aquest impacte. El factor clau sobre el que giren les inversions d'impacte és la mesura de l'impacte social. Això permet als inversors poder mesurar el retorn social de les seves inversions, i els clients que deixen els diners a aquests inversors, poden saber la utilitat que tenen els seus diners. Actualment, existeix tot un ecosistema d'organitzacions que han desenvolupat sistemes de mètriques per mesurar l'impacte social dels inversors socials. A nivell internacional, destaquen el *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS) i el *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS), vinculat al moviment B-Corp. Aquests sistemes de mesura de l'impacte social es basen en la informació no financera que publiquen les *start-ups* i empreses socials i les entitats no lucratives.

Segons un informe sobre el inversió d'impacte a Europa, realitzat pel *European Sustainable Investment Forum* (Eurosif), l'any 2013 Espanya rebia 87 milions d'Euros de fons considerats com a inversions d'impacte. En canvi, altres països capdavanters a Europa en aquest tipus d'inversions com Holanda i Suïssa, rebien 8.821 i 4.231 milions

d'Euros, respectivament. I països més propers a España com Itàlia o França, rebien 2.003 i 1.020 milions d'Euros, respectivament. Aquestes dades ens porten a concloure que a la inversió d'impacte encara li queda un llarg camí per recórrer a España, i un dels motius principals pot ser la falta de preparació d'un sector social que encara està molt acostumat al model de finançament públic tradicional. En aquest sentit, és important que les *start-ups* i empreses socials i les entitats no lucratives incorporin eines de gestió, mesura i difusió de l'impacte social de les seves activitats. Això requerirà incorporar indicadors d'impacte social en els projectes que es realitzen i requerirà fer-ne un seguiment durant tot el període que duri el projecte. I finalment, també requerirà difondre l'impacte social que s'aconsegueix en cadascun d'aquests projectes.

També serà important que les *start-ups* i empreses socials i les entitats sense ànim de lucre tinguin com un objectiu prioritari la seva sostenibilitat financera. Com hem comentat anteriorment, en la majoria dels casos, els inversos d'impacte condicionen la seva inversió a una rendibilitat mínima o simbòlica, i demanen que l'empresa receptora dels fons sigui econòmicament sostenible i sigui transparent en la preparació i difusió dels seus comptes anuals. En aquest sentit, és important que les empreses del sector social posin al dia els seus sistemes d'informació financera i utilitzin eines de planificació financera com l'elaboració de pressupostos i el càlcul de costos, per poder assegurar la seva sostenibilitat econòmica.

Finalment, un altre repte per les empreses socials que vulguin rebre fons de la inversió d'impacte, és obtenir alguna certificació o segell que acrediti el seu compromís mediambiental i social. A nivell internacional, existeixen segells com el B-Corp o l'Ethsi, aquest últim específic del sector de les finances ètiques. A nivell nacional, el moviment de l'economia social i solidària (ESS) ha creat un segell propi per aquelles empreses i entitats que elaboren el balanç social. Aquest segell dona dret a formar part del mercat social.

La inversió d'impacte és una oportunitat important per consolidar el paradigma de la creació de valor compartida al nostre país. És una oportunitat d'enfortir financerament aquelles *start-ups* i empreses socials i entitats no lucratives que tenen una missió social, i que per tant, tenen un compromís mediambiental i social molt important. És bàsic que aquestes empreses puguin accedir a les inversions d'impacte per aconseguir la seva sostenibilitat i autonomia financera en alguns casos, i per consolidar-la en altres casos, i per millorar la gestió i difusió del seu impacte en la societat.

BIBLIOGRAFIA

Bannick, M.; Goldman, P.; Kubzansky, M. & Saltuk, Y. (2017). "Across the Returns Continuum". *Standford Social Innovation Review*. Winter. 42-48.

Barby, C. & Gan, J. (2014). "Shifting the Lens. A De-risking Toolkit for Impact Investment". *BridgesVentures*. http://www.bridgesfundmanagement.com/publications/shifting-lens-de-risking-toolkit-impact-investment/

Bolis, M.; Sahan, E.; West, C.; Irani, I. & Nash, R. (2017). "Impact Investing: Who are we serving? A case of mismatch between supply and demand". *Oxfam Sumerian Partners*. Discussion Paper. https://policy-practice.oxfam.org.uk/publications/impact-investing-who-are-we-serving-a-case-of-mismatch-between-supply-and-demand-620240

CEGES (2014). "Proposed Approaches to Social Impact Measurement in European Commission legislation and in practice relatin to: EuSEFs and the EaSI". *CEGES Sub-group on Impact Measurement*. http://ec.europa.eu/internal_market/social_business/docs/expert-group/social_impact/140605-sub-group-report_en.pdf

Deloitte (2013). "Millenial Innovation Survey". https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/dttl-crs-millennial-innovation-survey-2013.pdf

Emerson, J. (2011). "Risk, Return and Impact: Understand Diversification and Performance Within an Impact Investing Portfolio". *ImpactAssets*. Issue Brief #2. https://www.impactassets.org/files/downloads/ImpactAssets_IssueBriefs_2.pdf

Eurosif (2014). "Impact Investing in Europe. Extract from European SRI Study 2014". https://www.eurosif.org/impact-investing-in-europe/

Eurosif (2016). "European SRI Study 2016". https://www.eurosif.org/sri-study-2016/

FTSE (2018). "FTSE4Good Index Series". London Stock Exchange Group. http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE4Good_Index_Series.pdf?50

GIIN (2017). "Annual Impact Investor Survey". The Global Impact Investing Network. https://thegiin.org/research/publication/annualsurvey2017

Grabenwarter, U. & Liechtenstein H. (2011). "In Search of Gamma. An Unconventional Perspective on Impact Investing". *IESE Business School Working Paper*. http://www.iese.edu/en/files2/foc.pdf

Hehenberger, L. (2012). "The European Venture Philanthropy Industry 2010/2011". *European Venture Philanthropy Association*. https://www.issuelab.org/resource/the-european-venture-philanthropy-industry-2010-2011.html

Hehenberger, L.; Harling, A.M. & Scholten, P. (2015). "A Practical Guide to Measuring and Managing Impact". *European Venture Philanthropy Association*. https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/measuring-and-managing-impact-a-practical-guide

Llei del Mercat Únic II, de 3 d'octubre de 2012. Junts per un nou creixement. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0573&from=EN

Porter M.E. & Kramer, M.R. (2011). "Creating shared value. How to reinvent capitalisme and unleash a wave of innovation and growth". *Harvard Business Review*. January-February

PWC (2012). "Estudio sobre el presente y futuro del Tercer Sector social en un entorno de crisis". https://www.pwc.es/es/fundacion/assets/presente-futuro-3sector.pdf

Reial Decret Llei 18/2017, de 24 de novembre, en matèria d'informació no financera i diversitat

Ruiz de Munain, J.L. & Martín, J. (2012). "Mapa de las inversiones de impacto en España". Fundación Compromiso y Transparencia. https://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/Informeinversiones.pdf

SII Taskforce (2014). "Measuring Impact. Subject paper of the Impact Measurement Working Group". http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Measuring%20Impact%20WG%20paper%20FINAL.pdf

Snider, A. (2016). "Impact Investing. The Performance Realities". *Merrill Lynch*. https://mlaem.fs.ml.com/content/dam/ML/Articles/pdf/ml_Impact-Investing-the-Performance-Realities-Whitepaper.pdf

Spainsif (2015). "Las inversiones de impacto en España". file:///C:/Users/Ramon%20Bastida/Downloads/estudio-spainsif-2015.pdf

Suriñach, R.; Ortega, A.; Olaya, M.C.; Bastida R. & Torrent, R. (2016). "Guia tècnica per a l'elaboració del balanç social". *Col·lecció Manuals*. Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció (ACCID)

The Economist (2017). "Sustainable investment joins the mainstream". *The Economist*. November 25th. https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21731640-millennials-are-coming-money-and-want-invest-it-responsibly-sustainable

Comissió de Comptabilitat de Cooperatives i Entitats No Lucratives de l'ACCID:

Té com a finalitat l'anàlisi i l'estudi de la comptabilitat i el control de gestió en les cooperatives i en les entitats no lucratives.

Els objectius de la comissió son els següents:

- Emetre doctrina i opinió sobre qualsevol aspecte vinculat amb la comptabilitat i el control de gestió de les cooperatives i les entitats no lucratives.
- Elaborar documents que analitzin les particularitats pròpies de la comptabilitat i el control de gestió de les cooperatives i de les entitats no lucratives, de tal manera que es pugui contribuir a establir un marc normatiu de referència.
- Realitzar un seguiment de la normativa comptable de les cooperatives i les entitats no lucratives.
- Promoure la investigació bàsica i aplicada sobre aquells aspectes de comptabilitat i control de gestió que puguin interessar i afectar a les cooperatives i les entitats no lucratives

Membres

La comissió està formada pels professionals següents:

- President: José Luis Gallizo (Universitat de Lleida)
- Vicepresident: Eugenio Vicente Cebollero (Auditor)
- Coordinadors: Yolanda Montegut (Universitat de Lleida) i Ramon Bastida (Universitat Pompeu Fabra i Fundació Roca i Galès)
- Membres: Enrique Aguado (Auditor), Josep Boqué, Lluís Carreras (Universitat Rovira i Virgili), Adolfo T. Dochado (Auditor), Rosa Gironés (Associació Professional de Tècnics Tributaris de Catalunya i Balears), Joan Josep González (Auditor i Fundació Roca i Galès), Miquel Miró (Federació de Cooperatives del Treball), Ricard Monclús (Universitat Rovira i Virgili), Marian Mula (Federació Cooperatives Agràries), Albert Prado (Auditor), Josep Lluís Pérez, Antoni Pons (Economista), Araceli Rodríguez (Universitat Rovira i Virgili), Ramon Saladrigues (Universitat de Lleida), Óscar Serrano (Abacus Cooperativa), José Francisco Soriano(Universitat València), Juan Surià (LD Eventos), Arantxa Vidal (Universitat Rovira i Virgili), Joseba Polanco (Confederació de Cooperatives de Catalunya), Josep Balletbò (Taula del Tercer Sector).

ALTRES DOCUMENTS TÈCNICS

- Ràtios Sectorials 2016. Comptes anuals (balanços i comptes de resultats de 166 sectors) 25 ràtios per a cada sector (ACCID-UPF-BSM-RECC)
- Tancament comptable i fiscal per a les Pimes febrer 2018 (Manuel Rejón)
- Contabilización de las criptomonedas como medio de pago en la compraventa de bienes o servicios (Luz Parrondo)
- Relació de Consultes comptables i respostes ateses el 2017
- Amortitzacions aplicables als exercicis 2017 i 2018. Anàlisi Fiscal i Comptable (J.Baqués i X.González)
- Aumento del control en las secciones de crédito de las cooperatives (Vicente Cebollero)
- Fintech: Nuevas fuentes de financiación (Jordi Carrillo)
- La crisis del Banco Popular: Una valoración sobre los problemas de solvencia y liquidez (Joan Anton Ros)
- Propostes de millora de la regulació de la inversió financera i els mercats (Coord. Xavier Puig i Oriol Amat)
- Plantilla Memòria Abreujada 2016 (F.Gómez, J.Rizo, X.Sentís)
- El Mercat alternatiu Borsari (MaB): una alternativa de finançament per les petites i mitjanes empreses (Graciela Codina, Gemma Garrofé, Sara Medina i Maria Montserrat Roig-UPF)
- Activos financieros: valoración, normas, procedimientos y control (Miguel Harto-Universidad de Extremadura)
- Model de memòria Normal. PGC de fundacions i associacions subjectes a legislació de la Generalitat de Catalunya (Comissió d'Entitats No Lucratives del Col·legi de Censors Jurats de Comptes)
- La Comptabilització dels actius Intangibles. Novetats a partir de 2016 (Ferran Rodríguez-UB)
- Tractament comptable del producte de la venda d'aquesta energia: Rebran el tractament d'ingressos o bé es modificarà el cost d'adquisició de l'immoble? BOICAC Nº 105 2016: Consulta 4 (Comissió Comptabilitat-Fiscalitat)
- Tractament comptable de l'aprovació d'un conveni de creditors en un procediment concursal, en el que no es fixen interessos per el deute romanent. BOICAC Nº 102 de 2015: Consulta 6 (Comissió Comptabilitat-Fiscalitat)
- Anti-Fraud Strategy (Nicola Eusebio)
- RÀTIOS SECTORIALS 2015. Comptes anuals (balanços i comptes de resultats de 166 sectors) 25 ràtios per a cada sector (ACCID-UPF-BSM-RECC)
- Tancament comptable i fiscal per a les Pimes desembre 2016 (Manuel Rejón)
- Tractament comptable de la cessió d'un terreny a canvi de la reserva d'aprofitament. BOICAC Nº 101: Consulta 2 (Comissió Comptabilitat-Fiscalitat)
- Comptabilització de llegats de caràcter no reintegrable rebuts per una entitat sense ànim de lucre. Concordança amb la norma NRV 20ª del Pla General de Comptablitat d'entitats sense finalitats lucratives (PCESFL). BOICAC Nº100, Consulta 6 (Comissió Comptabilitat-Fiscalitat)
- La valoració posterior dels fons de comerç en els estats financers. Un estudi introductory (Joan-Emili Masferrer)
- Preparant els pressupostos 2017 de l'empresa (ACCID-CECOT)
- Programari gratuït interactiu dels Ràtios Sectorials 2014 (Luis Muñiz)
- RÀTIOS SECTORIALS 2014 Comptes anuals (balanç i comptes de resultats) de 166 sectors. 25 ràtios per cada sector (ACCID-UPF-BSM-RECC)
- Memòria normal
- Introducció a la filosofia del marge. Claus de la gestió del marge per maximitzar beneficis (Comissió de Comptabilitat de Gestió)

- Plantilla Memòria Pimes 2016
- Plantilla Memòria Abreujada 2016
- Determinación de las pérdidas computables para la reducción obligatoria de capital y para la disolución por pérdidas (BOICAC Nº102 de 2015: Consulta 5) (Comissió Comptabilitat-Fiscalitat)
- Relació de consultes ateses el 2015 (ACCID)
- Codi d'Ètica per a Professionals de la Comptabilitat (versió catalana per: ACCID-CCJCC)
- L'obligació de conservació de la documentació comptable i els seus efectes sobre la normativa fiscal (Comissió Comptabilitat-Fiscalitat)
- Comentari tècnic sobre consulta ICAC Tractament comptable dels costos d'ubanització i del dret de superfície (BOICAC Nº102/2015 Consulta 4)
- 10 errors clau en la negociació bancària (Joan Anton Ros Guasch)
- Comentario técnico sobre consulta ICAC. Fecha de efectos contables en un proceso de fusión entre sociedades de un grupo (BOICAC Nº102/2015 Consulta 2). (Comisión Contabilidad-Fiscalidad)
- La nova normativa Comptable dels ens públics locals (Josep Viñas-Comissió Comptabilitat Pública)
- Tancament Comptable i fiscal per a les pimes - Revisió febrer 2016 (Manuel Rejón)
- Projecte de modificació del PGC PIMES i del PGC de 2007, de les Normes de Formulació de Comptes Consolidats de 2010 i del PGC d'entitats sense finalitats lucratives de 2011 (Comissió comptabilitat ACCID-CEC)
- Mejoras a introducir en la cuenta de pérdidas y ganancias (Subcomisión 2ª)
- Comentarios a la nueva ley del impuesto sobre sociedades y al proyecto de reglamento del impuesto sobre sociedades (Com. Comptabilitat i Fiscalitat)
- Anàlisi canvis règim econòmic de la nova Llei de Cooperatives de Catalunya (Com. Cooperatives)
- El despacho de nueva generación (Oriol López Villena)
- Aspectes clau del perfil emprenedor global (Ferran Lemus)
- Principales novedades de la Ley de Sociedades de Capital (Departamento Técnico del Col·legi de Censors Jurats de Comptes de Catalunya)
- Cierre contable fiscal para las Pymes (Manuel Rejón)
- La factura electrónica: una realidad de las administraciones (Comisión OSI-comisión conjunta CEC-ACCID)
- La fase final de migración a SEPA (Pere Brachfield)
- Efectos contables de la Ley de apoyo a los emprendedores (Ley 14/2013 de 27 de septiembre) (Anselm Constans)
- Impuesto sobre el valor añadido. Criterios de caja: Aspectos relevantes y contabilización (Gemma Palet y José Manuel Lizanda)
- El control presupuestario en las empresas editoriales (Nati Sánchez Aznar)
- El cuadro de mando: soporte de sistema de indicadores (Luis Muñiz)
- Capital humano: un intangible relevante durante la crisis (Joan Anton Ros Guasch)
- El ABC del Credit Manager (Joan Anton Ros Guasch)
- El nuevo impuesto sobre sociedades (Comisión Relaciones Contabilidad-Fiscalidad)
- Nuevas tablas de amortización (Jordi Baqués)

Per a consultar els documents relacionats clica aquí

ALTRES DOCUMENTS DE RECERCA

- Estudio del sector agrícola en Cataluña a través de la Información Contable (M.A.Farreras, E.Rondós i P.Morera)
- El canvi d'escala: un revulsiu per a la sostenibilitat del cooperativisme agroecològic? (L'Aresta Cooperativa Agroecológica)
- La Planificació i l'ús d'indicadots de gestió en el sector hoteler a Catalunya (Nicole Kalemba)
- How to write a study case (Jordi Carrillo)
- Tesi de Màster (TM). Guia per a l'elaboració (Daniel Ferrer i Marc Oliveras)
- Com redactar un cas (Jordi Carrillo)
- Treball Final de Grau (TFG). Guia per a l'elaboració (Daniel Ferrer)
- Perspectives de la ciutadania de la RS corporativa de les empreses a Catalunya (F.Marimon i M.Alonso)
- Anàlisi de les relacions indirectes i les variables d'entorn en la cadena de valor del Quadre de Comandament Integral (Josep Llach Pagès)
- Detecting Accounting Fraud – The Case of Let's Gowex SA (Elena Helbig)
- Un altre finançament per a les empreses Cooperatives (Montserrat Sagarra)
- El método de estudio de casos en la investigación empírica en contabilidad (Maria J.Masanet Llodrà)
- Associació de Comptables de Catalunya (1924-1940) (Marc Amat)
- Análisis de las modificaciones estatutarias para adaptar el régimen de reembolso del capital social a las normas contables de las Cooperativas (Yolanda Montegut, Joan Josep González, Joseba Polanco y Ramon Bastida)
- Investigación en contabilidad en Cataluña: Diagnóstico de la situación actual y perspectivas (Soledad Moya, Diego Prior y Gonzalo Rodríguez)
- Efectes econòmics de la primera aplicació de les normes Comptables de les Cooperatives adaptades a la NIC 32 i la CINIIF 2 (Ramon Bastida i Lluís Carreras)
- Los indicadores no financieros como herramienta para la gestión de la empresa: análisis empírico en PYMES (Jordi Perramon)
- Efectos de la aplicación de las NIIF en el coste de capital de las empresas españolas (David Castillo Merino, Carlota Menéndez Plans y Neus Orgaz Guerrero)
- Análisis de la inversión empresarial catalana en China (Ana Beatriz Hernández)
- Indicadores de responsabilidad social de las organizaciones del ámbito de trabajo (Montserrat Llobet Abizanda)
- Percepciones de las cooperativas catalanas auditadas sobre el proceso de implementación de la NIC 32 en el capital social (Comisión Contabilidad de las Cooperativas)
- Aplicación de herramientas de la contabilidad de gestión en la administración local (Josep Viñas y Pilar Curós)
- Grado de Implantación del USALI en el sector hotelero de Cataluña (Lucia Clara Banchieri y Fernando Campa)
- El Impacto de la transición al nuevo PGC de las grandes empresas catalanas (M.Àngels Fitó, Francesc Gómez, Soledad Moya)
- El grado de implantación del CMI en las empresas catalanas (Lucía Clara Banchieri y Fernando Campa)

Per a consultar els documents relacionats clicka aquí